# La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions

SOUS LA DIRECTION GÉNÉRALE DE LEONARD WAVERMAN

# La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions

Documents de recherche d'Investissement Canada

The University of Calgary Press

92-05282/

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1991

Publié par The University of Calgary Press en collaboration avec Investissement Canada et le Groupe Communication Canada – Édition, Approvisionnements et Services Canada.

Tous droits réservés. On ne peut reproduire aucune partie du présent ouvrage, sous quelque forme ou par quelque procédé que ce soit (électronique, mécanique, photographique) ni en faire une photocopie, une reproduction ou un enregistrement sur support magnétique ou autre sans autorisation écrite préalable du ministre d'Approvisionnements et Services Canada.

ISBN 1-895176-13-1
ISSN 1188-0996
N° de catalogue Id 53-11/2-1991F

**Données de catalogage avant publication (Canada)**

Vedette principale au titre:

La Mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions

(Les Documents de recherche d'Investissement Canada,
ISSN 1188-0996 ; v. 2)

Publié aussi en anglais sous le titre:

Corporate globalisation through mergers and acquisitions.

Comprend des références bibliographiques.

ISBN 1-895176-13-1

1. Entreprises — Fusion — Canada. 2. Conglomérats (Économie politique) — Canada. 3. Entreprises multinationales — Canada. I. Waverman, Leonard, 1941- II. Collection.

HD2746.5.C6714 1991 338.8'3'0971 C91-091789-2

Traduction française: Bureau de la traduction, Secrétariat d'État du Canada.

Coordination de la publication: Ampersand Communications Services Inc.
Maquette couverture et intérieur: Brant Cowie/ArtPlus Limited

Imprimé au Canada

♾ Cet ouvrage est imprimé sur papier désacidifié.

# Table des matières

PRÉFACE *ix*

INTRODUCTION *xi*

1. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS AU CANADA ET DANS CERTAINS PAYS ÉTRANGERS: TENDANCES RÉCENTES *1*

*R. S. KHEMANI*

*Introduction 1*
*Facteurs influant sur le phénomène des fusions et des acquisitions 3*
*Canada 4*
*Comparaison avec d'autres pays 14*
*Conclusion 18*
*Annexe 20*

2. LES ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER: PROFIL ET MOTIVATIONS *27*

*JOHN KNUBLEY, WILLIAM KRAUSE et ZULFI SADEQUE*

*Introduction 27*
*Investissements directs canadiens à l'étranger 29*
*Acquisitions canadiennes à l'étranger 35*
*Acquéreurs les plus actifs 39*
*Nature des acquisitions 41*
*Motivations des acquisitions canadiennes à l'étranger : Fondement économique 44*

*Enquête d'Investissement Canada sur les facteurs de motivation des dirigeants d'entreprises canadiennes effectuant des investissements directs à l'étranger* 46
*Conclusions* 53
*Recherches proposées* 54
*Annexe A* 55
*Annexe B* 64

3. PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE ET STRATÉGIE D'ENTREPRISE *71*

*ALAN M. RUGMAN et LEONARD WAVERMAN*

*Introduction* 71
*Perspectives théoriques* 72
*Le modèle de la compétitivité internationale de Porter* 75
*Opinions de Porter sur l'investissement direct étranger* 77
*Données empiriques sur les acquisitions* 80
*Données sur les investissements dans les nouvelles entreprises* 90
*Nouvelles entreprises de plus de 5 millions de dollars* 92
*Comparaison des acquisitions et des investissements dans de nouvelles entreprises* 96
*Résumé des données empiriques* 99
*Conclusions* 101
*Annexe A* 105
*Annexe B* 106

4. SOCIÉTÉS MULTINATIONALES ÉTRANGÈRES ET FUSIONS AU CANADA *109*

*JOHN R. BALDWIN et RICHARD E. CAVES*

*Cadre d'analyse: les fusions* 109
*Historique: les multinationales* 112
*Conclusions antérieures sur les fusions et les multinationales au Canada* 115
*Conclusions empiriques* 116
*Sommaire et conclusions* 140

5. LES PRISES DE CONTRÔLE HOSTILES: L'EXPÉRIENCE CANADIENNE *151*

*MICHEL PATRY et MICHEL POITEVIN*

*Introduction* 151
*Échantillonnage et méthodologie* 152

*Création de valeur et sources de gains* 160
*Comparaisons avec d'autres études* 175
*Conclusion* 177
*Annexe* 182

6. FISCALITÉ ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES CANADA-ÉTATS-UNIS 189
*PAUL HALPERN et JACK MINTZ*

*Introduction* 189
*Caractéristiques des acquisitions transfrontalières* 191
*Justification des acquisitions transfrontalières* 195
*Fiscalité et acquisitions transfrontalières* 198
*Analyse empirique et revue des études* 209
*Observations sur la fiscalité* 215
*Conclusions* 218
*Annexe* 223

7. LES FUSIONS ET ACQUISITIONS ET L'INTÉRÊT PUBLIC: NE PAS PRENDRE L'EFFET POUR LA CAUSE 243
*RON DANIELS*

*Introduction* 243
*Préjudices causés aux groupes intéressés par les fusions et acquisitions* 245
*Conséquences des fusions et acquisitions sur les attentes : observations empiriques* 249
*Quand les fusions et acquisitions sont-elles susceptibles de porter préjudice aux intéressés?* 254
*Menace que font peser les fusions et les acquisitions sur les intéressés canadiens* 262
*Négociations avec les intéressés et justifications néo-classiques des interventions* 264
*Choix des moyens d'intervention* 272
*Conclusion* 281

COMMENTAIRES DU RAPPORTEUR 295
*A. E. SAFARIAN*

*Résumé des études* 295
*Questions choisies de politique publique* 300

LES AUTEURS 309

# Préface

LES FUSIONS ET ACQUISITIONS ont pris les dimensions d'une véritable vague au cours des années 80, avant de revenir à un niveau beaucoup plus modéré au cours de la récession de 1991-1992. On peut toutefois s'attendre à une nouvelle vague dans un avenir relativement prochain, les impératifs de la concurrence mondiale obligeant les sociétés à se restructurer en permanence. En fait, les nombreuses dimensions du phénomène de mondialisation semblent favoriser les coentreprises et les autres formes d'alliance stratégique — amenant parfois d'anciens concurrents à regrouper leurs forces afin de conserver ou d'accroître leur part de marché. Étant donné la prudence des milieux financiers et des investisseurs, les obligations de pacotille et les achats par endettement joueront sans doute un rôle moins marqué à l'avenir dans les fusions et acquisitions. Ces dernières obéiront plus vraisemblablement à de solides motifs d'ordre économique et commercial, qui inspireront les entreprises désireuses de se placer sur l'échiquier mondial.

Investissement Canada doit non seulement promouvoir l'investissement étranger, mais aussi veiller à ce que les importantes prises de contrôle effectuées par des entreprise étrangères procurent des avantages nets au Canada. Pour s'acquitter de son mandat réglementaire tout en tenant compte de la concurrence mondiale, cet organisme doit se tenir au courant de l'évolution rapide des formes d'organisation adoptées par les sociétés pour faire face à cette concurrence. C'est ce qui a incité Investissement Canada à entreprendre un programme de recherches approfondies sur la mondialisation des sociétés par le biais des fusions et acquisitions.

En mars 1990, d'éminents universitaires et spécialistes du Canada et de l'étranger ont été invités à préparer des communications sur ce sujet. Ces communications ont été présentées lors d'une conférence des auteurs tenue à Toronto les 29 et 30 novembre 1990, avant d'être revues à la lumière des observations faites par les commentateurs et les autres participants. Les communications révisées, jointes au rapport du rapporteur, sont rassemblées

dans le présent volume, le deuxième de la série de documents de recherche d'Investissement Canada. Cet ouvrage a été préparé sous la direction générale de M. Leonard Waverman, du Centre d'études internationales de l'Université de Toronto, dont l'introduction suit cette préface.

Les documents de recherche d'Investissement Canada visent trois grands objectifs:

- encourager des recherches de la plus haute qualité sur les investissements internationaux au Canada et à l'étranger;
- mieux faire comprendre aux Canadiens le phénomène de la mondialisation, ses dimensions et le rôle crucial joué par l'investissement international; et
- cerner les questions intéressant la politique publique en matière d'investissement ou méritant une étude, qui doivent être prises en considération par le gouvernement et plus particulièrement par Investissement Canada, dont le rôle est de promouvoir et d'examiner l'investissement international ainsi que de conseiller le gouvernement en la matière.

Les documents de recherche rassemblés dans ce volume sont le fruit des travaux entrepris principalement par des chercheurs ne faisant pas partie d'Investissement Canada. Cependant, le personnel de l'organisme a assuré la gestion du projet et, tout au long de ce dernier, a fait bénéficier les auteurs de ses commentaires. Comme dans le cas de la série de documents de travail d'Investissement Canada (disponibles sur demande), les opinions exprimées dans ces documents de recherche ne reflètent pas nécessairement le point de vue d'Investissement Canada ni celui du gouvernement fédéral.

J'aimerais profiter de cette occasion pour remercier tous les participants aux recherches et tout spécialement M. Leonard Waverman. Je suis persuadé que cet ouvrage saura intéresser un large éventail de Canadiens.

MICHAEL WILSON
Ministre responsable
d'Investissement Canada

# Introduction

Créée en 1975, l'Agence canadienne d'examen de l'investissement étranger (AEIE) a été chargée de déterminer si l'investissement direct étranger (IDÉ) au Canada (soit l'acquisition d'entreprises existantes et la création de nouvelles entreprises) profitait au Canada. À cette époque, près du quart de l'IDÉ cumulatif mondial était au Canada, et les étrangers (en particulier les Américains) contrôlaient la majorité des actifs dans le domaine du pétrole et du gaz naturel, des mines et de la fabrication. Investissement Canada a remplacé l'AEIE en juin 1985 et a reçu comme mandat d'encourager l'IDÉ tout en continuant de surveiller l'acquisition par des étrangers d'entreprises canadiennes, pour veiller à ce que ces transactions représentent un «avantage net» pour le Canada. Le contrôle étranger des entreprises canadiennes a considérablement diminué pendant le règne de l'AEIE. Cette chute attribuable en partie à l'AEIE est également le fait d'autres politiques gouvernementales (comme les divers programmes conçus pour augmenter le contrôle canadien dans le secteur du pétrole et du gaz naturel). Elle a par ailleurs été une conséquence de l'évolution des réalités économiques mondiales et de la perte de vitesse des États-Unis à titre de première puissance économique mondiale (voir Graham et Krugman, 1989). Enfin, elle est consécutive à la vogue accrue du Canada comme lieu d'implantation d'un nombre croissant de multinationales (voir Rugman, 1987).

Le milieu international a continué d'évoluer: les liens entre les marchés de capitaux nationaux se sont considérablement accrus; la nature des emprunts a beaucoup changé (obligations de pacotille) et une vague de fusions a déferlé sur l'Amérique du Nord. Tous ces événements ont fait de la «mondialisation» le nouveau terme à la mode pour décrire la plupart des activités économiques.

Il est donc évident que l'IDÉ au Canada et l'investissement direct canadien à l'étranger s'inscrivent dans un cadre «mondial» plus vaste. Il est impossible d'examiner les entrées et sorties d'IDÉ sans tenir compte du

contexte international et des forces qui sont à l'origine de ces mouvements de capitaux. Ces dernières ne sont pas bien comprises et n'ont pas fait l'objet de beaucoup de recherches. En effet, très peu de données existent sur les fusions et acquisitions transfrontalières et le rapport entre ces activités et la «mondialisation». Le nombre de fusions et d'acquisitions au Canada est-il élevé par rapport aux autres pays? Des situations particulières expliquent-elles ce phénomène, par exemple des écarts fiscaux ou des explications de nature générale comme la «stratégie de l'entreprise»? Les fusions et acquisitions sont-elles génératrices de «valeur»? Les fusions et acquisitions transfrontalières diffèrent-elles considérablement des fusions et acquisitions nationales? Quelles préoccupations les fusions et acquisitions transfrontalières suscitent-elles sur le plan des politiques publiques? De très nombreuses questions restent sans réponse.

Il faut rendre à Investissement Canada le mérite d'avoir commandé des recherches universitaires pouvant être publiées sur ces phénomènes. Tous les auteurs des documents contenus dans le présent volume lui en sont reconnaissants.

Les documents ont été présentés pour la première fois à une conférence des auteurs tenue à l'Université de Toronto les 29 et 30 novembre. Ils ont par la suite été révisés en fonction des observations formulées par des commentateurs «officiels» et les participants à la conférence.

Comme le dernier document d'Edward Safarian, le rapporteur de la conférence, résume les documents présentés et renferme ses idées sur la politique publique, il n'est pas nécessaire de résumer les documents dans cette introduction. Le lecteur jugera toutefois utile qu'on lui explique pourquoi les sujets ont été choisis et comment ils s'imbriquent les uns dans les autres. Il convient cependant au préalable d'examiner brièvement l'entreprise qui s'engage dans l'IDÉ, à savoir la multinationale.

Dès qu'une entreprise s'occupe d'IDÉ, elle devient une multinationale, c'est-à-dire qu'elle exploite des opérations dans plus d'un pays. Les forces de mondialisation sont donc celles qui poussent l'entreprise à mener ses activités dans de nombreux pays. Pourquoi les multinationales existent-elles? Le phénomène n'est manifestement pas nouveau. En effet, dans une étude publiée en 1990, Krugman prétend même qu'elles auraient été plus importantes au début du siècle qu'elles ne le sont maintenant. Les économistes ont formulé un certain nombre d'hypothèses pour expliquer la croissance des multinationales, leurs secteurs d'activité ainsi que les pays qui les attirent. L'hypothèse la plus sophistiquée est celle de la transaction et de l'emplacement. Abordée par presque tous les auteurs du présent ouvrage, cette hypothèse se résume comme suit. Les entreprises possèdent des ensembles d'actifs précis. Dans certains cas, le prix des actifs est fixé par les marchés et les actifs n'ont que très peu de retombées sur les autres

activités (par exemple une machine à tricoter). Toutefois, quelques-uns des actifs de l'entreprise sont incorporels et il est difficile d'en déterminer le prix sur les marchés. Il s'agit notamment des brevets de l'entreprise, de son achalandage, de la publicité, des noms de marques des produits qui traversent les frontières nationales et même du talent de la haute direction. Par conséquent, certaines entreprises disposent d'actifs incorporels qu'elles peuvent utiliser dans un certain nombre de marchés. Prenons à titre d'exemple un brevet. L'entreprise désire vendre ses produits brevetés dans un autre pays. Elle pourrait exporter ses produits, mais en raison des coûts de transport ou d'autres obstacles (droits de douane, nécessité d'adapter le produit au marché local), il lui est plus profitable de fabriquer les produits dans le pays étranger. L'entreprise pourrait fabriquer ses produits à l'étranger en permettant à un entrepreneur étranger d'exploiter sa technologie sous licence. Le détenteur du brevet se mettrait alors dans une position précaire car le licencié pourrait s'approprier tous les renseignements élaborés par l'entreprise et nuire aux intérêts de cette dernière (opportunisme nuisant à la capacité du détenteur du brevet de tirer des gains pécuniaires de son brevet). L'entreprise maximise donc la valeur de son brevet en devenant multinationale et en investissant (investissement direct étranger) dans le pays étranger par une acquisition ou par la création d'une nouvelle entreprise. Donc, selon la théorie de la transaction et de l'emplacement, la multinationale a pour origine le désir de la société mère de pouvoir tirer des rentes économiques de ses actifs incorporels, rentes qui auraient pu être menacées par des contrats sans lien de dépendance où les droits sur ces actifs incorporels sont concédés à des tiers. La théorie de la transaction et de l'emplacement peut également servir à expliquer les fusions et les acquisitions transfrontalières verticales, c'est-à-dire les cas où l'acheteur préfère acquérir des actifs plutôt que de signer des contrats à long terme afin de réduire ses coûts de transaction (Gorecki, 1990).

La théorie de la transaction et de l'emplacement, bien qu'elle serve de fondement à toute analyse économique de la mondialisation des entreprises par fusion et acquisition, n'explique toutefois pas tout. Les acquisitions surviennent par vagues et il est improbable que les actifs incorporels particuliers à une entreprise soient eux aussi développés par vagues. Il convient donc d'examiner les autres facteurs susceptibles d'expliquer les fusions et acquisitions. Un de ces facteurs pourrait bien être l'incompétence relative des dirigeants de l'entreprise acquise; ces derniers ne maximisent pas le rendement des actionnaires et ouvrent ainsi la porte à une prise de contrôle hostile ayant pour but leur remplacement. On parle à ce propos du «marché du contrôle des entreprises». (Il n'est cependant pas évident que l'incompétence des gestionnaires se manifeste elle aussi par vagues, de sorte que le «marché du contrôle des entreprises» n'explique peut-être pas

les vagues de fusions.) Il n'est pas certain que les dirigeants étrangers soient les mieux renseignés sur les lacunes des dirigeants nationaux. En conséquence, le marché du contrôle des entreprises pourrait mieux expliquer les prises de contrôle nationales que les prises de contrôle étrangères (sauf si les acquéreurs étrangers sont déjà sur le marché. Ils pourraient alors très bien connaître les opérations des entreprises nationales.) Selon une autre thèse visant à expliquer les fusions et acquisitions, ce seraient les dirigeants de l'acquéreur (et non ceux de l'entreprise acquise) qui seraient inefficients et qui se serviraient de leur pouvoir pour acquérir les actifs. Ces dirigeants assoiffés d'expansion se plairaient à faire croître leur entreprise, même si les acquisitions ne servaient pas les intérêts des actionnaires-propriétaires. De l'avis de nombreux observateurs, la vague de fusions en conglomérats survenue dans les années 70, la plupart des entreprises fusionnées ayant par la suite été redivisées, est attribuable aux ambitions démesurées des dirigeants des entreprises acquéresses. D'autres motifs peuvent expliquer les fusions et acquisitions. Une explication plausible est que les acquéreurs profitent des actifs sous-évalués de l'entreprise acquise. Cela pourrait expliquer les vagues de fusions, car les actifs de nombreuses sociétés pourraient être sous-évalués. Selon une hypothèse formulée dernièrement, certaines fusions et acquisitions surviennent pour permettre de rompre des contrats (explicites ou implicites) avec les syndicats, ce que ne peuvent faire les dirigeants en place. Il existe aussi de nombreuses raisons particulières, comme les pertes fiscales de l'entreprise acquise qui diminuent l'impôt sur le revenu de l'acquéreur. Les différences observées entre les pays, sur le plan du régime fiscal, du coût en capital, de l'évolution du taux de change (qui rend les actifs relativement bon marché dans un pays) et des mouvements des cours boursiers sont autant de facteurs qui ont été avancés pour expliquer les fusions et acquisitions transfrontalières.

Comme le lecteur peut le constater, la liste des explications possibles est longue, chacune d'elles ayant des implications différentes au niveau de la politique publique. Par exemple, la théorie voulant que les fusions et acquisitions puissent servir à rompre des contrats implicites avec les travailleurs implique qu'il y aura des gagnants et des perdants et que ces derniers pourraient avoir besoin de l'aide de l'État. Si les fusions et acquisitions obéissent aux caprices des dirigeants et non à l'objectif de maximisation de l'avoir des actionnaires, d'autres politiques publiques pourraient s'avérer nécessaires. Enfin, si les fusions et acquisitions transfrontalières résultent de différences entre les régimes fiscaux, les conséquences en sont claires pour les responsables de la politique fiscale.

Les documents présentés dans ce volume n'examinent pas toutes ces questions et n'apportent pas un grand nombre de réponses. Par contre, ils présentent des renseignements et des analyses nouveaux et intéressants, qui

aident à comprendre le processus de mondialisation des entreprises par les fusions et acquisitions. Les deux premiers documents (Khemani; Knubley, Krause et Sadeque) analysent des données récentes sur l'IDÉ au Canada et l'investissement direct canadien à l'étranger dans un contexte mondial. Ils nous renseignent davantage sur l'étendue des fusions et acquisitions au Canada, la croissance des multinationales canadiennes à l'étranger et les rapports entre ces phénomènes et les fusions et acquisitions dans d'autres pays industrialisés. Rugman et Waverman analysent les dossiers examinés par l'AEIE et Investissement Canada en se fondant sur certaines théories récentes de la stratégie générale des entreprises appliquées aux multinationales. Baldwin et Caves se penchent sur les fusions et acquisitions étrangères et nationales au Canada pour savoir si elles ont des incidences différentes sur des facteurs importants comme la productivité et, le cas échéant, pour déterminer la nature de ces différences. Patry et Poitevin analysent dix prises de contrôle hostiles survenues récemment au Canada et examinent la provenance des gains. Ils se demandent si une certaine valeur est créée en faveur des actionnaires et, dans l'affirmative, au détriment de qui. Halpern et Mintz cherchent à savoir si les questions fiscales peuvent expliquer les fusions et acquisitions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis. Daniels analyse les questions de politique publique qui sont à l'origine de diverses fusions et acquisitions et se demande si une nouvelle politique particulière aux fusions et aux acquisitions devrait être adoptée. Safarian, comme il a été indiqué, résume les études et présente son guide en matière de politique publique.

Ces huit documents fournissent des aperçus nouveaux sur des sujets importants, à savoir l'étendue des fusions et des acquisitions au Canada, les similitudes entre divers pays, les facteurs déterminants et les incidences des fusions et des acquisitions. Ils stimuleront l'intérêt du lecteur en l'incitant à examiner de nouvelles questions et à poursuivre les recherches sur la mondialisation des entreprises par le biais des fusions et acquisitions.

LEONARD WAVERMAN
Août 1991

*R.S. Khemani*
*Faculté de commerce et d'administration des affaires*
*Université de la Colombie-Britannique*

1

# Les fusions et acquisitions au Canada et dans certains pays étrangers: tendances récentes

## INTRODUCTION

PENDANT LES ANNÉES 80, la presse financière canadienne, les analystes du monde des affaires, les économistes et d'autres observateurs ont souvent signalé l'intensité des activités de fusion et d'acquisition au Canada. Selon certains observateurs, le rythme de ces activités pouvait faire songer aux vagues de fusions du début du siècle et de la fin des années 20, époque où ont été jetés les fondements de nombreuses grandes sociétés qui existent aujourd'hui. Beaucoup prétendent aussi que la situation actuelle, au Canada, se compare à ce qui se passe dans d'autres pays industrialisés. Les travaux de certains groupes, par exemple le Comité du droit et de la politique de concurrence de l'OCDE, peuvent certainement étayer ce point de vue, car de nombreux pays déposent des rapports faisant état de nombreuses fusions et acquisitions sur leur territoire. Il faut dire par contre que l'expansion soutenue du commerce international et des investissements directs étrangers, la multiplication des entreprises en coparticipation et l'évolution de l'activité économique des grandes sociétés concernant les facteurs de production, la fabrication des produits, la R-D et la commercialisation ont amené certains observateurs à rattacher les fusions et acquisitions à un phénomène plus vaste, celui de la mondialisation des marchés. Pour offrir une concurrence plus efficace dans une économie mondiale de plus en plus compétitive et intégrée, les sociétés se fusionnent, font des acquisitions, renoncent à diverses activités ou les restructurent afin de renouveler leur avantage concurrentiel. Ajoutons qu'un grand nombre de ces généralisations ne s'appuient que sur des faits anecdotiques. Il est donc largement admis qu'il importe de pousser les recherches et les études.

Dans ce contexte, l'objet du présent document est modeste, car il s'agit simplement de décrire les tendances récentes et l'évolution de l'activité de fusion et d'acquisition au Canada, et d'esquisser des comparaisons avec ce qui se passe dans d'autres pays industrialisés. Parmi les questions qu'il faut se poser, notons les suivantes:

— Au cours de la dernière décennie, quels ont été le niveau, le rythme et la nature des fusions et acquisitions au Canada?
— Y a-t-il eu augmentation des transactions étrangères par rapport aux transactions entre entreprises canadiennes? Des fusions horizontales de conglomérats par rapport aux fusions verticales de conglomérats? Y a-t-il eu augmentation des transactions importantes?
— Sur quels types d'industries les fusions et acquisitions ont-elles porté surtout? Ces types de secteurs ont-ils changé?

Quant aux comparaisons avec d'autres pays, les questions qui revêtent un intérêt particulier sont les suivantes:

— Les tendances et l'évolution des fusions et acquisitions sont-elles semblables dans les autres pays?
— Le Canada est-il la scène d'une activité relativement élevée en matière de fusions et d'acquisitions?

La suite de la présente étude se subdivise en quatre chapitres. Le premier évoque brièvement la large gamme de facteurs qui peuvent influer sur le phénomène des acquisitions et des fusions. Le suivant fait le point sur ce type d'activité au Canada entre 1979 et 1989. Viennent ensuite quelques comparaisons avec d'autres pays. Enfin, le dernier chapitre présente les conclusions de l'étude.

**Mise en garde** Les fusions et acquisitions sont largement reconnues comme un phénomène économique important, mais la qualité et le contenu des données actuellement disponibles au Canada et dans d'autres pays laissent beaucoup à désirer. Une grande partie des renseignements se résume à un simple dénombrement des acquéreurs et des entreprises acquises. Les données sur les ventes, les actifs, la valeur des transactions, la proportion des acquisitions d'actifs par opposition aux actions, des offres négociées par opposition aux offres publiques d'achat, et du contrôle partiel par opposition au contrôle total, les catégories et gammes de produits, les ratios de performance financière, l'importance relative des opérations intérieures par rapport aux opérations internationales ne sont pas uniformément disponibles dans un pays donné ou pour différents pays dans une année donnée. On précise en annexe les détails sur les différentes sources de données et les diverses contraintes auxquelles il a fallu faire face. Compte tenu de la rareté des données disponibles, l'exposé présenté dans ces pages doit être

considéré comme préliminaire et fondé sur de simples impressions.

## FACTEURS INFLUANT SUR LE PHÉNOMÈNE DES FUSIONS ET DES ACQUISITIONS

LES CAUSES et les conséquences des activités de fusion et d'acquisition sont l'un des secteurs mal connus de l'économie de l'organisation industrielle (voir les ouvrages de Browne et Rosengren, 1987; Scherer et Ross, 1990, p. 159-167). Même si l'on ne tient pas compte de la rareté des recherches et du fait que les observations recueillies sont contradictoires ou peu concluantes, les divergences de vues entre les représentants des diverses disciplines, en économie, persistent.

Les économistes des finances soutiennent que les fusions et les acquisitions se rattachent à un mécanisme régi par le marché qui permet de réaffecter les ressources, les retirant à des utilisations de moindre intérêt pour les affecter à des utilisations différentes ou supérieures. Ce processus complète les forces de la concurrence qui prévalent sur le marché, où les entreprises acquièrent les facteurs de production et vendent leurs produits, et incite ces entreprises à s'adapter à l'évolution de la demande, à réagir rapidement à l'implantation de nouvelles techniques et à s'adapter aux fluctuations des marchés des capitaux. Le plus important est que le marché du contrôle des sociétés dont les actions sont offertes au public aiguillonne les dirigeants et les arrache au confort, atténue le problème des relations entre mandant et mandataires qui se pose entre les actionnaires et des dirigeants inefficaces ou indolents et enfin élimine les processus et structures d'organisation dépassés et moins productifs.

Les économistes de l'organisation industrielle admettent que les fusions et les acquisitions peuvent améliorer l'efficacité. Mais il ne faut pas écarter d'autres possibilités, par exemple la spéculation et la volonté de prendre le contrôle du marché ou d'acquérir un monopole. De plus, de nombreuses fusions sont considérées comme stériles et parfois même comme un gaspillage du point de vue social.

Une multitude de raisons, de motifs, de forces économiques et de facteurs institutionnels peuvent, isolément ou concurremment, influer sur les décisions des sociétés en matière de fusions et d'acquisitions. Ces dernières années, les pressions de la concurrence internationale, de l'innovation financière, de la croissance économique et de l'expansion, une intégration politique et économique accrue et l'évolution technologique ont contribué à accélérer le rythme des fusions et acquisitions. En outre, les conceptions classiques des affaires et de l'économie, par exemple les lignes de produits apparentées et l'étendue du marché sur le plan géographique,

la diversification, les risques et les avantages de l'intégration verticale, demeurent au nombre des explications possibles. Les régimes fiscaux nouveaux ou modifiés, le coût des capitaux, la politique des gouvernements sur des questions comme la propriété étrangère, la réglementation économique et la privatisation ont aussi une incidence sur l'importance et la composition (industries, pays) des activités de fusion et d'acquisition. Ainsi, parmi les pays examinés pour la présente étude, l'Australie, le Canada et la Suède se sont dotés de dispositions législatives leur permettant d'examiner (et, au besoin, de rejeter) les acquisitions d'entreprises par des intérêts étrangers, tandis que l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États- Unis ne l'ont pas fait. Les restrictions sur la propriété étrangère varient d'un secteur industriel à l'autre (transports, finances, énergie, communications). Le système bancaire universel de l'Allemagne facilite, voire favorise, une intégration poussée et divers liens de propriété institutionnelle entre des entreprises financières et des firmes immobilières (voir Marfels, 1988). Le pourcentage des biens des sociétés allemandes capitalisés à la bourse de Francfort est beaucoup plus faible que dans les bourses de New York, Londres ou Toronto. Dans un contexte semblable, les offres publiques d'achat et les acquisitions contestées sont plus difficiles à organiser. Au Japon, les liens de propriété entre les sociétés et un système de «collectivisme corporatif» ou Keiretsu (voir Pettway, 1991) ont des conséquences analogues, et les quelques fusions et acquisitions qui ont lieu touchent le plus souvent des entreprises appartenant au même groupe. Au Canada, la forte concentration de la propriété des sociétés cotées à la bourse de Toronto (voir Khemani, 1988) explique en partie le grand nombre d'acquisitions négociées. À moins de pouvoir compter sur d'abon dantes ressources et beaucoup de temps, et de faire des recherches appro fondies, il est impossible de définir clairement les facteurs propres à une entreprise, une industrie ou un pays qui jouent constamment et sont sous-jacents au phénomène des fusions et des acquisitions.

## CANADA

LE TABLEAU 1 donne une idée du rythme et des tendances dans l'activité de fusion et d'acquisition au Canada au cours de la dernière décennie. Ce tableau est tiré de données extraites du registre des fusions que tient le Bureau de la politique de concurrence (voir annexe). Si l'on examine pour commencer le nombre total des fusions et acquisitions, on observe pendant la première période (jusqu'en 1982) une certaine fluctuation dans le niveau d'activité. Les années 1980 et 1981 coïncident avec une période d'instabilité et de croissance économique généralement lente au Canada, la récession débutant au quatrième trimestre de 1981. De 1982 à 1987,

TABLEAU 1
NOMBRE DE FUSIONS ET D'ACQUISITIONS AU CANADA 1979-1989

| ANNÉE | ÉTRANGÈRES* | INTÉRIEURES | TOTAL |
|---|---|---|---|
| 1979 | 307 | 204 | 511 |
| 1980 | 234 | 180 | 414 |
| 1981 | 200 | 291 | 491 |
| 1982 | 371 | 205 | 576 |
| 1983 | 395 | 233 | 628 |
| 1984 | 410 | 231 | 641 |
| 1985 | 466 | 246 | 712 |
| 1986 | 641 | 297 | 938 |
| 1987 | 622 | 460 | 1082 |
| 1988 | 593 | 460 | 1053 |
| 1989 | 691 | 400 | 1091 |

NOTE:* Acquisitions dans lesquelles l'acquéreur est une société de propriété étrangère ou sous contrôle étranger

SOURCE: Registre des fusions, Bureau de la politique de concurrence, Ottawa-Hull.

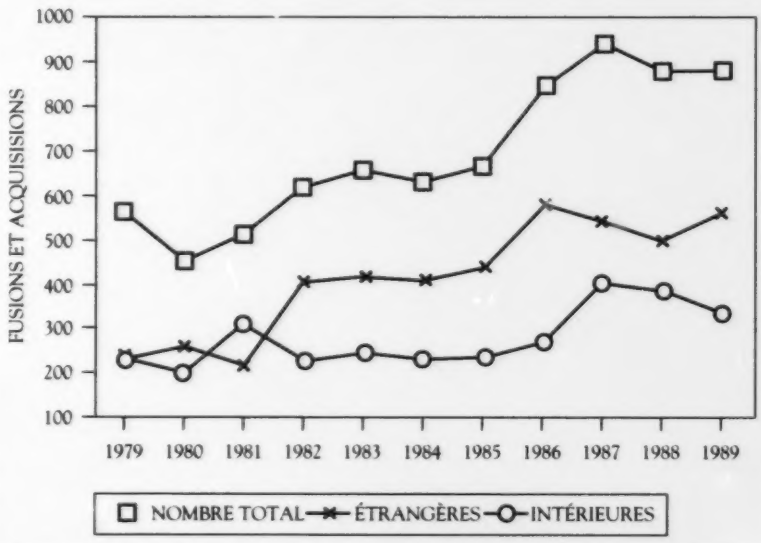
le nombre total des fusions et acquisitions a constamment augmenté et il a culminé en 1987 pour se stabiliser par la suite (jusqu'en 1989).

On remarque une tendance analogue pour ce qui est du nombre de fusions et acquisitions étrangères tandis qu'il y a eu une certaine fluctuation (quoique mineure) dans l'activité des entreprises canadiennes. Les économistes décrivent souvent la tendance à long terme du phénomène en évoquant l'idée de «vagues». Il semble donc que la période de 1979 à 1990 se caractérise *avant tout* par une ***hausse***.

Les recherches antérieures (voir Tarasofsky, 1990) et l'exposé proposé au dernier chapitre du présent document permettent de croire que la tendance observée au Canada est semblable à celle enregistrée aux États-Unis[1]. Les statistiques sous-jacentes révèlent que la majorité des acquisitions étrangères au Canada sont généralement le fait d'entreprises américaines ou contrôlées par les États-Unis. Ce dernier pays a toujours assuré la majorité des investissements directs étrangers au Canada, ce qui englobe aussi bien les nouvelles entreprises que les fusions et les acquisitions (70 pour cent de 110,3 milliards de dollars en 1988 seulement; voir Nymark, 1990). Depuis 1982, les fusions et acquisitions faites par des intérêts étrangers sont plus nombreuses que celles des entreprises canadiennes. Les statistiques sur les fusions et les acquisitions réalisées depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, données qui ne sont pas explicitement présentées dans ces pages, révèlent qu'il s'agit d'une inversion de la tendance observée au Canada jusqu'en 1977[2].

FIGURE 1

FUSIONS ET ACQUISITIONS AU CANADA, NORMALISÉES EN FONCTION DU PNB RÉEL, 1979-1989




SOURCE: Registre des fusions, bureau de la politique de concurrence, Ottawa-Hull

La similitude des tendances au Canada et aux États-Unis, en matière de fusions et d'acquisitions, et la forte proportion de la propriété et des investissements directs des Américains dans l'ensemble de l'industrie canadienne traduisent l'ampleur de l'intégration économique entre les deux pays. Le fort volume des échanges commerciaux bilatéraux confirme également cette intégration. Les deux pays sont l'un pour l'autre leur principal partenaire commercial. Les exportations assurent environ 30 pour cent du PNB du Canada, et le gros de ces exportations est destiné aux États-Unis. Qui plus est, le Canada et les États-Unis ont conclu un accord de libre-échange qui est entré en vigueur le 1er janvier 1989. L'impact de cet accord ne se fera pas pleinement sentir avant dix ans, période au cours de laquelle seront graduellement abaissées les barrières tarifaires et non tarifaires, mais il reste possible que le rythme des fusions et des acquisitions ait augmenté au Canada à cause notamment du processus de rationalisation structurelle. Les entreprises se départissent de certains éléments et réorganisent différentes installations de production afin d'exploiter le potentiel

des économies d'échelle et de la diversification et de se positionner stratégiquement pour mener leurs activités sur des marchés plus importants et concurrentiels. Examinant les fusions et les acquisitions dans le contexte de l'intégration économique de la Communauté européenne, à compter de 1992, Caves (1990b) propose comme hypothèse que l'ampleur accrue des transactions transfrontalières est peut-être l'indice que des entreprises saisissent de nouvelles occasions pour élargir leur territoire, se spécialiser dans certaines productions et (ou) pour prévenir ou limiter la fuite des bénéfices vers des entreprises concurrentes. Selon des enquêtes menées auprès de grandes entreprises en Europe, celles-ci s'attendent ou se préparent à une plus grande productivité et à une réorganisation des activités économiques des sociétés qui voudront être compétitives dans le marché unifié plus grand d'après 1992. Geroski et Vlassopoulos (1990) ainsi que Jacquemin et coll. (1988) ont remarqué une augmentation des fusions et acquisitions transfrontalières en Europe vers la fin des années 80.

Le *nombre* de fusions et d'acquisitions est, il faut le reconnaître, une mesure très approximative de ce type d'activité des sociétés. Il serait préférable de connaître la valeur monétaire de ces transactions. De plus, il faudrait que cette valeur soit normalisée ou exprimée en devises constantes au moyen d'une mesure appropriée comme l'ensemble des actifs du secteur des sociétés. Hélas, il est impossible d'obtenir des données sur la valeur des transactions. Comme le niveau des activités de fusion et d'acquisition peut varier directement en fonction de la croissance économique[3], la figure 1 présente un graphique illustrant la tendance de cette activité normalisée en fonction du PNB réel (1979). La tendance globale reste semblable à celle déduite des données du tableau 1.

Certains chiffres sur le nombre et la valeur des fusions et acquisitions pendant la période suivant 1985 peuvent être dérivés des données publiées par Venture Economics Inc. Selon cette source, le nombre et la valeur des transactions de fusion et d'acquisition au Canada entre 1984 et 1990 ont augmenté de la manière suivante:

Il semble que, là où des données sont disponibles, les transactions de plus de 100 millions de dollars représentent un fort pourcentage de la valeur totale. Il faut noter que ces transactions n'entraînent pas toutes un changement de direction ou de contrôle de la propriété de la société qui est acquise et que les données englobent également les acquisitions partielles. De plus, le total des transactions comprend les accords qui ont été annoncés, mais qui n'ont pas nécessairement été mis à exécution pendant la même année. Il est possible que certaines de ces transactions aient été annulées. Pour toutes ces raisons, le total des fusions et acquisitions figurant ici diffère des données présentées au tableau 1.

Il est possible de dresser la liste complète des fusions et acquisitions *importantes* (plus de 100 millions de dollars) à partir de la base de données

TABLEAU 2

NOMBRE ET VALEUR DES TRANSACTIONS - FUSIONS ET ACQUISITIONS AU CANADA

| | NOMBRE TOTAL ANNONCES DE F ET A | NOMBRE ET % DES CAS OU LA VALEUR DE LA TRANSACTION EST DISPONIBLE | TOTAL VALEUR DE LA TRANSACTION | POURCENTAGE PAR TRANSACTION DE PLUS DE 100 MILLIONS DE DOLLARS |
|---|---|---|---|---|
| 1985 | 1177 | 135 (11,5) | 14,4 | n.a. |
| 1986 | 1196 | 238 (20,0) | 19,4 | n.a. |
| 1987 | 1364 | 244 (18,0) | 16,9 | 80,0 |
| 1988 | 1300 | 524 (40,0) | 23,7 | 73,0 |
| 1989 | 1285 | 348 (27,0) | 30,0 | 78,0 |

SOURCE : Venture Economics Inc., Toronto, rapports annuels

de Venture Economics Inc. et des données recueillies par W.T. Stanbury (1988). Cette liste figure au tableau 3. J'ai rajusté les deux bases de données pour y insérer les renseignements manquants, obtenus au Bureau de la politique de concurrence et n'y laisser que les accords mis à exécution où il y a eu changement de propriétaire majoritaire. Ces statistiques ne correspondent donc pas directement avec celles présentées au tableau 2. Les données permettent de croire que le nombre des grandes fusions et acquisitions, surtout, a augmenté après 1985 et a culminé en 1987. La valeur moyenne de la transaction, cette année-là, a atteint 452 millions de dollars, mais, au cours de la période étudiée ici, il y a eu des fluctuations entre un minimum de 195 millions et un maximum de 619 millions (dollars non indexés).

Ces tendances dans le nombre des fusions et acquisitions par des sociétés étrangères ainsi que dans le nombre et la valeur des grandes transactions laissent entrevoir une augmentation du niveau de propriété étrangère et de concentration dans l'économie canadienne. Bien qu'il n'y ait pas de données pour les dernières années de la période étudiée, Statistique Canada (1990, p. 19-21, 24-26) dit que le pourcentage global de l'ensemble des actifs industriels (sociétés financières ou non) sous contrôle étranger est passé de 16,9 en 1983 à 18,2 pour cent en 1987. Un certain nombre de facteurs influent sur le degré de contrôle étranger, notamment les taux relatifs de croissance des sociétés, la formation de nouvelles sociétés, ainsi que les fusions et les acquisitions. Statistique Canada estime que les fusions et acquisitions des seules années 1988 et 1989 devraient faire passer à 19,2 pour cent la valeur de l'ensemble des actifs industriels sous contrôle étranger. Les données sur la concentration traduisent également une augmentation. En 1983, les 25 plus importantes entreprises possédaient

TABLEAU 3

NOMBRE ET VALEUR DES TRANSACTIONS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS IMPORTANTES AU CANADA

| ANNÉE | NOMBRE | VALEUR TOTALE (EN MILLIONS DE DOLLARS) | VALEUR MOYENNE |
|---|---|---|---|
| 1979 | 9 | 3 411 | 379 |
| 1980 | 13 | 4 825 | 371 |
| 1981 | 23 | 14 231 | 619 |
| 1982 | 2 | 466 | 233 |
| 1983 | 3 | 1 274 | 425 |
| 1984 | 4 | 778 | 195 |
| 1985 | 38 | 8 716 | 229 |
| 1986 | 51 | 18 347 | 360 |
| 1987 | 69 | 31 195 | 452 |
| 1988 | 49 | 16 561 | 338 |
| 1989 | 42 | 18 127 | 432 |

SOURCE : Stanbury, W.T., Annexe 1, dans Khemani et coll., op. cit. et mises à jour par l'auteur; Venture Economics, Toronto. Registre des fusions et données des dossiers, Bureau de la politique de concurrence.

39,1 pour cent de tous les actifs industriels. En 1987, la proportion était passée à 40,9 pour cent.

Pour se faire une idée plus précise du phénomène des fusions et des acquisitions au Canada au cours de la dernière décennie, notamment du point de vue des grandes caractéristiques des acquéreurs et des sociétés acquises, le lecteur peut consulter les figures 2, 3 et 4. Pour les années 1978-1979, 1983-1984 et 1988-1989, les entreprises fusionnées sont réparties en 29 catégories industrielles. Dans le secteur de la fabrication, ces catégories correspondent généralement aux codes de deux chiffres de la Classification type des industries (grand groupe), alors que, à l'extérieur de ce secteur, elles représentent une ou plusieurs divisions industrielles (c'est-à-dire plusieurs grands groupes). Les 29 catégories d'industries sont trop larges pour coïncider avec une notion particulière de marché ou d'industrie dans le sens habituel, en économie d'entreprise. Une ventilation plus poussée, au niveau des trois ou quatre chiffres de la CTI par exemple, ferait probablement diminuer le nombre d'observations dans chacune des catégories. S'il est vrai que cela refléterait avec plus d'exactitude les dimensions intra-industrielle et interindustrielle des transactions de fusion et d'acquisition, les grandes caractéristiques de cette activité qui nous intéressent ici seraient difficilement discernables.

Les totaux qui se situent le long de la diagonale dans ces figures représentent le nombre des acquéreurs et des entreprises acquises qui se retrouvent dans la même grande catégorie industrielle. Les transactions peuvent être considérées comme horizontales, généralement, (c'est-à-dire

**FIGURE 2**

**FUSIONS ET ACQUISITIONS PAR DES SOCIÉTÉS SOUS CONTRÔLE ÉTRANGER ET CANADIEN, ANNÉES 1978 ET 1979, REGROUPÉES**

| Catégorie industrielle des acquéreurs | Catégorie industrielle des sociétés acquises | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | (Total) |
| 1 | 4 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 2 | | 5 | | 12 |
| 2 | | | | | | | | | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 |
| 3 | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 |
| 4 | | | | 67 | | | | | | | | | | | | 1 | | | | | 1 | 2 | | | 1 | | | 14 | | 86 |
| 5 | 2 | | | | 40 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 5 | | 48 |
| 6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 7 | | | | | | | 5 | | | | | | | | | | | 2 | | | | | | | | | | | | 7 |
| 8 | | | | | | | | 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 2 |
| 9 | | | | | | | | | 9 | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 | | 1 | | 12 |
| 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11 | | | | | | | | | | | 3 | | | | | | | | | | | | 1 | | | | | 5 | | 9 |
| 12 | | | | | | | | | | | | 23 | | | | | | | | 1 | | 1 | 2 | | | | 1 | 8 | | 36 |
| 13 | | | | | | | | | | | | | 10 | | | | | | | 1 | | | | 2 | | | | 2 | | 15 |
| 14 | | 1 | | | | | | | | | | 2 | | 5 | 3 | | | | | | | | | | | | | | | 11 |
| 15 | | | | | 1 | | | | | | | | | | 16 | | | | | | | | | 1 | | 2 | | 5 | | 25 |
| 16 | | | | | | | | | | | | | | | | 2 | | | | | | | | | | 1 | 1 | 1 | | 5 |
| 17 | | | | | | | | | | | | | 4 | 3 | | 1 | .. | 3 | 2 | 1 | | | 2 | 1 | | | 5 | 8 | | 57 |
| 18 | | | | | 1 | | | | | | | | | | | | 1 | 17 | 5 | 2 | | | | 1 | 1 | 1 | 1 | 6 | | 36 |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | | 3 | 1 | 14 | | | | | 2 | | | | 6 | | 26 |
| 20 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | 1 | 3 | 1 | 19 | | | | | | | | 6 | 1 | 32 |
| 21 | | | | 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | 7 | 1 | | | 2 | | | 9 | | 22 |
| 22 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 4 | | | | 1 | | | | 6 |
| 23 | | | | 2 | 2 | | | | 1 | | 1 | | | 1 | | | | | | 1 | | 2 | 29 | | | | 1 | 10 | | 50 |
| 24 | | | | | | | | 1 | | | | 1 | | | | | 2 | | | 1 | | | 1 | 12 | | | 1 | 11 | | 30 |
| 25 | | | | 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 12 | | | | | 14 |
| 26 | | | 1 | 1 | 3 | | | | | | | | | | 1 | | 1 | | 1 | | | | | | | 55 | 1 | 8 | 1 | 73 |
| 27 | | | | 4 | 5 | 1 | | 2 | | | 1 | | | 1 | 4 | 1 | 8 | 18 | 5 | 10 | 1 | 4 | 14 | 13 | | 1 | 80 | 41 | 2 | 216 |
| 28 | | | | 2 | | | | | | | | | | | 1 | | 1 | | 2 | | 1 | | | 2 | | | 1 | 54 | 1 | 65 |
| 29 | | | | 1 | 4 | | | | | | | | | | 2 | | 1 | 3 | 2 | 1 | | 2 | | 2 | | 2 | 2 | 41 | 65 | 128 |
| | 6 | 1 | 2 | 84 | 57 | 2 | 5 | 5 | 10 | | 5 | 27 | 14 | 10 | 27 | 5 | 45 | 47 | 32 | 37 | 10 | 16 | 50 | 36 | 16 | 66 | 94 | 246 | 70 | 1025 |

SOURCE: Registre des fusions, Bureau de la politique de concurrence, 1978 et 1979

Total de la diagonale: 582

**FIGURE 3**

**FUSIONS ET ACQUISITIONS PAR DES SOCIÉTÉS SOUS CONTRÔLE ÉTRANGER ET CANADIEN, ANNÉES 1983 ET 1984 REGROUPÉES**

| Catégorie industrielle des acquéreurs | Catégorie industrielle des sociétés acquises | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | (Total) |
| 1 | 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3 |
| 2 | | 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3 |
| 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 4 |
| 4 | | | 4 | 28 | 1 | | | | | | | | | | | | | 3 | | 2 | 1 | | 2 | | | | 1 | 1 | 3 | 42 |
| 5 | | | | | 27 | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | | 1 | | | | 5 | | 3 | 37 |
| 6 | | | | | 1 | 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3 |
| 7 | | | | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 2 |
| 8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9 | | | | | | | | | 11 | 1 | | | | | | | | | | | 1 | | | | | | 1 | | | 14 |
| 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 |
| 11 | | | | | | | | | | | 6 | | | | | | | | | | | | 1 | | | | 1 | | | 8 |
| 12 | | | | | | | | | | | | 8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 8 |
| 13 | | | | | | | | | 1 | | | 1 | 3 | | | | 1 | | | | | | | 2 | | | 3 | | | 11 |
| 14 | | | | | 2 | | | | | | | 1 | | 21 | | | | | | | | | | 2 | | | 3 | | 1 | 30 |
| 15 | | | | | | | | | | | | | | | 28 | | | 2 | | 1 | | | | | | | 3 | | 3 | 37 |
| 16 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | 1 | | | | | | | | 1 | | | | 41 | 2 | | 1 | 1 | | 1 | | | | 7 | | 1 | 56 |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 | 32 | 1 | 2 | | | 2 | | | | 10 | | 1 | 50 |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 | 20 | | 1 | | 1 | 2 | | | 8 | | 1 | 35 |
| 20 | | | | | | | | | 1 | | | | | | | | 2 | 3 | | 43 | | | | 2 | | | 25 | | 7 | 83 |
| 21 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 15 | | 3 | | 1 | | 2 | | 1 | 23 |
| 22 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | | | 7 | | 1 | 9 |
| 23 | | | | 1 | 1 | | | | | | | | | | | | 3 | | | | 2 | | 46 | | | | 12 | | 8 | 73 |
| 24 | | | | | | | 1 | 1 | | | | | | | | | 3 | | | | 2 | | 1 | 14 | | | 16 | 1 | 3 | 42 |
| 25 | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 | | | | | | | 12 | | | | 1 | 15 |
| 26 | | | | | 2 | | | | | | | | | 1 | | | | | | | | | | 1 | | 53 | 4 | 1 | | 62 |
| 27 | | | | | 1 | | | | | 1 | 1 | | | | | | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | | | 74 | | 4 | 92 |
| 28 | | | 1 | 7 | 7 | | 2 | | 1 | | 3 | 4 | 1 | 7 | 2 | 2 | 20 | 8 | 8 | 12 | 9 | | 18 | 13 | 2 | 9 | 57 | 59 | 84 | 336 |
| 29 | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 | 2 | | 1 | 1 | | | | | | 6 | | 155 | 167 |
| | 3 | 3 | 5 | 36 | 43 | 2 | 4 | 1 | 14 | 2 | 10 | 14 | 5 | 29 | 31 | 4 | 74 | 57 | 32 | 63 | 34 | 2 | 77 | 38 | 15 | 62 | 247 | 62 | 277 | 1246 |

SOURCE : Registre des fusions, Bureau de la politique de concurrence, 1983 et 1984

Total de la diagonale : 710 (compte non tenu des sociétés non classées)

**FIGURE 4**

**FUSIONS ET ACQUISITIONS PAR DES SOCIÉTÉS SOUS CONTRÔLE ÉTRANGER ET CANADIEN, ANNÉES 1988 ET 1989 REGROUPÉES**

| Catégorie industrielle des acquéreurs | Catégorie industrielle des sociétés acquises | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | (Total) |
| 1 | 5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 5 |
| 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | | | 2 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 2 |
| 4 | | | | 152 | 1 | | | | | | 1 | 1 | | | 2 | | 1 | 2 | | 1 | 1 | | 2 | 2 | | 2 | 3 | 3 | 1 | 175 |
| 5 | 1 | | | | 95 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | 1 | 7 | | 4 | 109 |
| 6 | | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 |
| 7 | | | | | | | 2 | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6 | | | 9 |
| 8 | | | | | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 2 |
| 9 | | | | | | | | | 1 | 1 | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 4 |
| 10 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11 | | | | | | | | | | | 8 | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | | | 9 |
| 12 | | | | | | | | | | | | 14 | | | | | 2 | | | | | | | | | | 1 | | | 15 |
| 13 | | | | | | | | | | | | 1 | 8 | | | | | | | | | | | | | | | | | 11 |
| 14 | | | | | | | | | | | | 2 | | 14 | | | 1 | | | | | | 1 | 2 | | | 1 | | | 20 |
| 15 | | | | | | | | | | | | | | | 72 | 1 | 1 | | 4 | | | | | 2 | | 1 | 1 | | 2 | 84 |
| 16 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | 4 | 32 | | | | | | 1 | | | | | | | 7 |
| 17 | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 | 4 | 3 | 4 | | | | | 1 | | | 8 | | 1 | 51 |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 19 | | 2 | | | | | | | 2 | | 1 | 28 |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | | 2 | | 19 | 1 | | | | | | | 5 | 1 | 3 | 30 |
| 20 | | | | 1 | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 | 2 | 33 | | | 1 | 1 | 2 | 11 | 19 | 1 | 14 | 89 |
| 21 | | | | 4 | | | | | | | | 1 | | | | | | | | | 26 | | 1 | | | | 2 | | | 34 |
| 22 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 1 | 2 | | | | 12 | 2 | 1 | 19 |
| 23 | | | | | | | 2 | | | | | | | | | | 1 | | | | | | 30 | | | | 19 | 1 | 4 | 57 |
| 24 | | | | 1 | | | | | | | | | | | 1 | | | 1 | | | | | 1 | 19 | | | 7 | | 1 | 31 |
| 25 | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | 1 | 1 | | | | | | 7 | | | | 3 | 13 |
| 26 | | | | 4 | | | | | | | | | | | 2 | | | | | 1 | | | 1 | | | 103 | 3 | 1 | 9 | 124 |
| 27 | | | | | 2 | | | | | | | 1 | | | | | 1 | 3 | | 1 | | | 1 | | | | 116 | | 8 | 133 |
| 28 | 1 | 2 | 1 | 10 | 10 | | 2 | 1 | 1 | | 1 | | 2 | 5 | 10 | 1 | 14 | 9 | 13 | 9 | 5 | | 9 | 14 | 3 | 17 | 48 | 149 | 65 | 402 |
| 29 | | | | | | | | | | | 1 | | | | | | 1 | | | | | | 1 | | | 2 | 6 | 6 | 159 | 179 |
| | 7 | 2 | 3 | 175 | 109 | | 6 | 2 | 3 | 1 | 11 | 20 | 11 | 19 | 92 | 7 | 61 | 39 | 43 | 48 | 32 | 1 | 51 | 42 | 12 | 137 | 269 | 164 | 276 | 1643 |

Total de la diagonale : 1001

**Codes des industries**

1 Agriculture
2 Forêts
3 Pêche et piégeage
4 Mines, carrières et puits pétroliers
5 Aliments et boissons
6 Produits du tabac
7 Caoutchouc
8 Cuir
9 Textiles
10 Usines de tricot
11 Vêtements
12 Bois
13 Meubles et accessoires
14 Papier
15 Imprimerie, édition
16 Métaux de première fusion
17 Transformation des métaux
18 Machines
19 Matériel de transport
20 Matériel électrique
21 Produits minéraux non métalliques
22 Produits du pétrole et du charbon
23 Produits chimiques
24 Produits fabriqués divers
25 Construction
26 Transports, communications, services publics
27 Commerce
28 Finances, assurance et immobilier
29 Services socio-culturels, aux entreprises et aux particuliers

SOURCE : Registre des fusions, Bureau de la politique de concurrence, 1988 et 1989

que les entreprises fabriquent des produits identiques ou analogues). Néanmoins, les catégories sont suffisamment larges pour que les chiffres englobent aussi des fusions visant à diversifier les produits. Les totaux qui se trouvent au bas des colonnes indiquent les catégories industrielles dans lesquelles se trouvent les entreprises acquises. Les totaux qui sont en bout de rangée indiquent le nombre total des acquéreurs dans chaque catégorie. Le nombre des fusions et acquisitions qui ne se trouve *pas* sur la diagonale donne une idée de l'ampleur des fusions et acquisitions non horizontales; il englobe transactions verticales (en amont et en aval) et conglomérats.

Il ressort d'une comparaison de ces chiffres que la majorité des fusions et des acquisitions sont plutôt horizontales: environ 57 pour cent de toute l'activité en 1978-1979 et 1983-1984, respectivement, et beaucoup plus en 1988-1989, soit 66 pour cent. On relève cependant des fluctuations considérables dans les fusions horizontales de chaque catégorie industrielle au cours de ces trois périodes[4]. Bien que le phénomène de formation de conglomérats semble avoir reculé au fil des ans, il demeure important si l'on en juge par le nombre et la proportion des fusions et acquisitions et par la portée de ces transactions qui s'étendent à différentes catégories industrielles.

Il est aussi intéressant de noter la fluctuation dans l'activité totale de fusion dans les différentes catégories industrielles. Généralement, le niveau d'activité est élevé dans les catégories suivantes: 26 — Transports, communications et services publics; 27 — Commerce; 28 — Finances, assurance et immobilier; et 29 — Services aux collectivités, entreprises et particuliers. Les fusions et acquisitions sont également nombreuses dans la catégorie 4 — Mines, carrières et puits de pétrole, notamment dans les années 1978-1979 et 1988-1989. Vers la fin de la décennie, le phénomène a été également marqué dans la catégorie 5 — Aliments et boissons; la plupart des transactions ont été horizontales. Un autre élément frappant qui ressort des données est la proportion des entreprises de la catégorie 27 — Commerce, qui ont été acquises par des entreprises n'appartenant pas à cette catégorie. Les acquisitions, dans celle-ci, sont passées de 14 pour cent en 1978-1979 à 70 pour cent en 1983-1984 pour redescendre à 57 pour cent en 1988-1989. Cela reflète probablement une intégration en aval de l'activité économique par des entreprises de différentes industries. Les statistiques permettent également de croire que beaucoup d'entreprises étrangères n'appartenant pas à cette catégorie ont fait ces acquisitions pour avoir accès aux importateurs et (ou) distributeurs canadiens de leurs produits ou pour les contrôler.

Il est aussi frappant de voir le nombre d'acquisitions faites par des entreprises de la catégorie 28 - Finances, assurance et immobilier qui portent sur l'ensemble du secteur non financier. Ces fusions et acquisitions sont passées de 17 pour cent à 82 pour cent puis à 62 pour cent au cours

des trois périodes. Cette tendance reflète en partie l'évolution de la réglementation qui régit les activités des entreprises financières ainsi que la suppression de certaines barrières entre les différents segments des marchés financiers. Ainsi, pendant toutes les années étudiées, les banques ont poursuivi leurs acquisitions dans le secteur du courtage en placements. Il y a eu aussi diverses restructurations et des changements de propriétaire du côté des sociétés de fiducie et des sociétés financières de portefeuille. Les chiffres traduisent également la classification des sociétés de portefeuille qui ont des investissements considérables de type conglomérats dans différents secteurs.

## Comparaison avec d'autres pays

On l'a déjà dit, les données sur les fusions et les acquisitions dans différents pays sont loin d'être abondantes (voir également l'annexe). Il est tout de même possible d'obtenir des statistiques et des renseignements pertinents sur certains pays, notamment l'Australie, la France, l'Allemagne, le Japon, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis. La qualité et le contenu de ces données varient énormément d'un pays à l'autre, et, exception faite de l'Australie et de la France, l'exposé présenté ici repose entièrement sur le nombre des transactions ou d'annonces de fusions et acquisitions enregistrées dans les pays en cause. Dans le cas de l'Australie, les données sont le nombre des entreprises retirées de la bourse. Dans celui de la France, elles n'englobent que les offres publiques d'achat et les acquisitions négociées de sociétés inscrites à la bourse. Il est donc possible, dans ces deux cas, que le phénomène des fusions et acquisitions soit sous-estimé, mais l'orientation des tendances est probablement plus précise, si l'on suppose que la proportion des OPA et des acquisitions négociées (de sociétés cotées en bourse), par rapport au nombre total des fusions et acquisitions, demeure stable dans le temps.

Le tableau 4 présente des données sur le nombre total de fusions et d'acquisitions dans les pays indiqués pendant la période de 1979 à 1989, bien que les statistiques pertinentes pour cette période ne soient pas disponibles pour tous les pays. Le nombre de fusions et d'acquisitions varie d'un pays à l'autre dans chaque année donnée et au fil des ans. Le chiffre le plus élevé est toujours celui des États-Unis, et les différences remarquées entre les divers pays reflètent sans nul doute l'importance relative des économies de ces pays. Il sera question un peu plus loin des rajustements apportés aux données pour tenir compte de ces différences. Il vaut cependant la peine de signaler que les coefficients de corrélation calculés pour le phénomène des fusions et des acquisitions (normalisation d'après le PNB réel) des divers pays révèlent des tendances intéressantes.

TABLEAU 4

NOMBRE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS CERTAINS PAYS, 1979-1989

| PAYS | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Australie | 67 | 77 | 75 | 60 | 70 | 85 | 87 | 103 | | | |
| Canada | 511 | 414 | 491 | 576 | 628 | 641 | 712 | 938 | 1082 | 1053 | 1091 |
| France | 161 | 155 | 234 | 249 | 719 | 825 | | | | | |
| Allemagne | 602 | 635 | 618 | 603 | 506 | 575 | 709 | 802 | 887 | | |
| Japon | 871 | 961 | 1044 | 1040 | 1020 | 1096 | 1113 | 1147 | 1215 | 1336 | |
| Suède | 590 | 674 | 681 | 851 | 1037 | 805 | 765 | 637 | 631 | 694 | |
| Royaume-Uni | 534 | 469 | 452 | 463 | 447 | 568 | 474 | 696 | 1125 | 1224 | 1001 |
| États-Unis | 1526 | 1558 | 2328 | 2298 | 2393 | 3175 | 3486 | 4448 | 4015 | 4001 | 3412 |

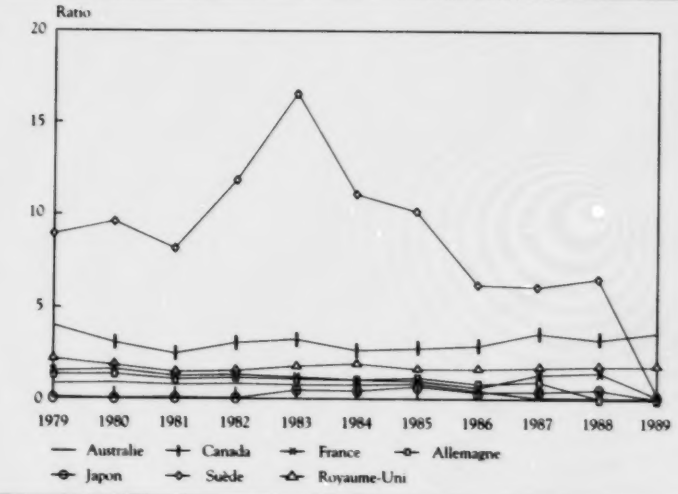
SOURCE: voir annexe

Il existe une forte corrélation entre le Canada et les États-Unis en ce qui concerne les fusions et acquisitions (0,84). Elle est également élevée entre le Canada et le Royaume-Uni (0,81). Quant aux autres pays, il y a une grande corrélation entre la France et l'Allemagne (0,90). Les observations ne portent toutefois pas sur une période assez longue pour qu'on puisse établir des liens de cause à effet ou interpréter ces résultats. Il demeure qu'il y a des liens étroits, en matière d'investissement et de commerce, entre les couples de pays mentionnés. C'est spécialement vrai pour le Canada et les États-Unis, où la tendance générale, en matière de fusions et d'acquisitions, est analogue. Dans bien des cas, les fusions et les acquisitions qui se font au Canada découlent de transactions de restructuration faites par les sociétés mères au sud de la frontière. Pour tous les autres pays, les coefficients de corrélation sont faibles[3], soit généralement inférieurs à 0,50.

Une méthode plus judicieuse de comparaison du phénomène entre les pays consiste à rajuster les données pour tenir compte de l'importance relative des différentes économies. Plus une économie est importante, plus il est probable que le nombre de sociétés en activité soit élevé, et donc que les fusions et les acquisitions soient nombreuses. À supposer que le phénomène des fusions et acquisitions varie systématiquement en fonction de l'importance de l'économie des divers pays, l'incidence relative du phénomène devrait être proportionnelle au PNB de chacun. Par exemple, selon une donnée statistique fréquemment citée, le rapport entre les PNB canadien et américain est de l'ordre de 1 à 10 (proportion qui se retrouve pour d'autres facteurs économiques comme la population, la taille de l'industrie et du marché, etc.). On peut donc s'attendre à un rapport comparable, en gros, pour les fusions et les acquisitions. Si on part de l'hypothèse que cette relation vaut également pour les autres pays

FIGURE 5

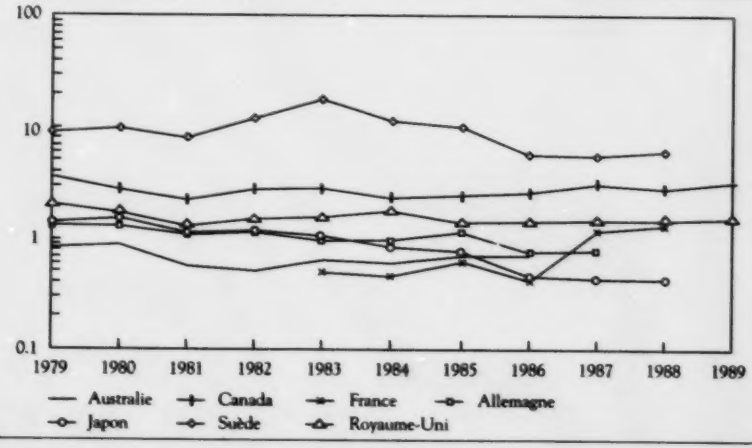
**FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS CERTAINS PAYS, PAR RAPPORT AU PHÉNOMENE DES F ET A AUX ÉTATS-UNIS**




SOURCE: voir texte et annexe

FIGURE 6

**FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS CERTAINS PAYS, PAR RAPPORT AU PHÉNOMENE DES F ET A AUX ÉTATS-UNIS**




SOURCE: voir texte et annexe

industrialisés, les figures 2 et 3 illustrent le ratio des fusions étrangères et américaines, divisées par le ratio du PNB (réel) étranger et américain pour la période allant de 1979 à 1989. Une valeur de un montre que l'incidence du phénomène des fusions et acquisitions n'est pas plus forte que la différence relative dans la taille des deux économies sur le plan du PNB.

Une étude des figures 5 et 6 permet de constater une différence dans l'incidence des fusions et acquisitions d'un pays à l'autre. L'incidence est la plus forte en Suède, pays qui est suivi par le Canada et le Royaume-Uni. Exception faite de l'Australie et de la France jusqu'en 1986 et du Japon après 1984, le niveau relatif des fusions et acquisitions a été, dans tous les pays, supérieur à celui des États-Unis. Le cas du Japon est particulièrement intéressant, car l'importance relative du phénomène y a diminué dans la dernière partie des années 80. On observe une tendance analogue, quoique moins accentuée, en Allemagne.

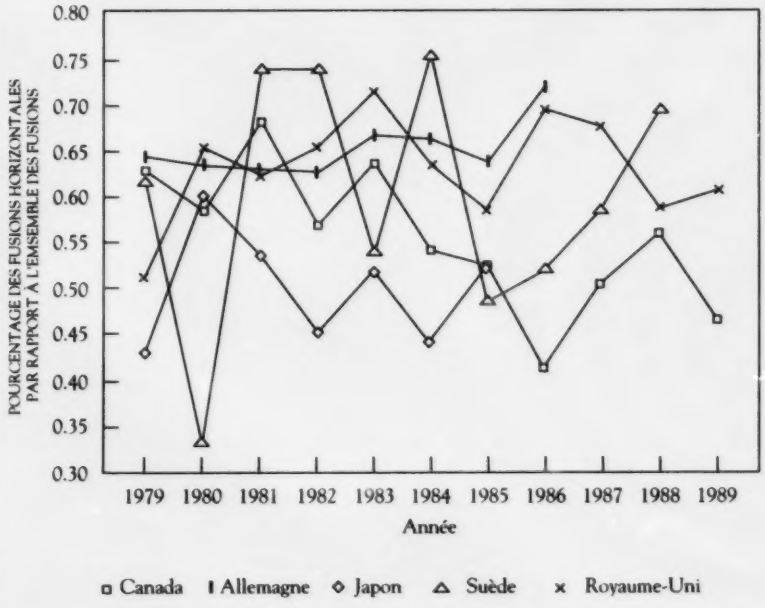
Dans quelle mesure y a-t-il des similitudes ou des différences dans l'incidence des fusions horizontales entre les différents pays? Selon les théories économiques, si des industries spécifiques sont exposées à des pressions accrues à cause de la concurrence mondiale, une des réactions des sociétés peut être de recourir aux fusions horizontales pour profiter d'économies possibles et (ou) pour rationaliser la capacité industrielle. La figure 4 illustre la proportion relative des fusions horizontales dans cinq pays pour lesquels les données sont facilement disponibles. Le graphique montre que ce type d'activité varie énormément entre les pays et d'une période à l'autre. Les fluctuations sont moins prononcées en Allemagne, mais, dans tous les pays, la proportion des fusions horizontales est plutôt forte, étant généralement supérieure à 45 pour cent de toutes les fusions et acquisitions.

On a aussi étudié les fusions et acquisitions par catégorie d'industries dans différents pays afin de déceler d'éventuelles tendances systématiques. Compte tenu de l'insuffisance des données, cette étude n'a été possible que pour le Canada, le Japon, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis. Elle a également été limitée aux dix industries les plus importantes sur le plan des fusions et des acquisitions. Selon les résultats de cette étude, il y a passablement de différences dans le niveau des fusions et acquisitions d'une catégorie d'industries à l'autre, à l'intérieur des pays et entre les pays, ainsi que d'une période à l'autre. Les raisons probables de ces fluctuations sont des facteurs propres à chaque pays, industrie et société et les institutions de différents pays. Même si l'ordre exact varie entre les industries, des tendances marquées sont discernables.

Dans tous les pays étudiés, les fusions et les acquisitions dans le secteur de la distribution (détail et gros) sont nombreuses. Au Canada, au Japon, en Suède et au Royaume-Uni, cette activité se classe dans les trois premières catégories d'industries pour presque toutes les années. Il y a également beaucoup de fusions et d'acquisitions dans les secteurs

FIGURE 7

FUSIONS ET ACQUISITIONS DANS CERTAINS PAYS, PAR RAPPORT AU PHÉNOMENE DES F ET A AUX ÉTATS-UNIS




SOURCE: voir annexe

rattachés aux finances au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'industrie des produits chimiques et celle de l'énergie ont aussi connu de nombreuses fusions au cours de la dernière décennie. Les fusions et acquisitions dans le secteur de l'alimentation ont atteint un niveau élevé au Canada, au Royaume-Uni et aux États-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, au Japon. Il faudrait pousser les recherches pour savoir si des forces communes, en technologie ou sur le marché, expliquent cette évolution.

## CONCLUSION

L'ANALYSE STATISTIQUE DESCRIPTIVE proposée dans ces pages permet de tirer les conclusions suivantes:

— La tendance observée au Canada au cours de la dernière décennie traduit une augmentation constante des fusions et acquisitions.

— Il y a eu également une augmentation du nombre de transactions de fusion et d'acquisition importantes (plus de 100 millions de dollars).
— Le nombre des acquisitions étrangères au Canada dépasse le nombre des transactions des sociétés canadiennes pendant presque toute la période, mais surtout depuis 1981.
— Il y a eu augmentation du nombre des fusions horizontales depuis 1978-1979.
— En général, les fusions et acquisitions tendent à être plutôt nombreuses dans les secteurs suivants: Services aux entreprises et aux particuliers, Finances, assurance et immobilier, Commerce. Le nombre de sociétés acquises dans les secteurs des Mines, carrières et puits de pétrole et de l'Alimentation et boissons a également été élevé; qui plus est, les chiffres ont augmenté au cours de la dernière partie de la décennie.
— Les comparaisons entre les pays permettent de croire que le phénomène des fusions et acquisitions est parallèle au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Par contre, aucune similitude générale ne ressort entre le Canada et les autres pays.
— L'incidence des fusions et acquisitions par rapport au phénomène aux États-Unis est la plus élevée en Suède, pays qui est suivi par le Canada, puis le Royaume-Uni.
— L'importance relative des fusions horizontales varie de façon marquée d'un pays à l'autre et entre les périodes, mais celles-ci représentent généralement une forte proportion de l'ensemble des fusions.

Il y a sans doute à l'oeuvre, sous-jacentes aux tendances générales qui ont été observées au cours de la décennie, des forces propres à chaque entreprise, industrie ou pays. Comme on l'a déjà dit plus haut, de nombreux facteurs expliquent les niveaux et les tendances du phénomène des fusions et acquisitions à l'intérieur de chaque pays, entre les pays et entre différentes périodes. Il faudrait approfondir les recherches pour isoler ces divers facteurs, qui sont parfois hétéroclites.

## NOTES

1. La corrélation simple entre le phénomène des fusions et acquisitions au Canada et aux États-Unis, normalisé en fonction du PNB de chaque pays, est de 0,84.
2. Voir la figure 1-4 dans l'ouvrage de Tarasofsky, 1990.
3. La régression simple entre le nombre de fusions et d'acquisitions et le PNB réel au Canada est estimée de la manière suivante :

$$F\&A = -1451.74 + 0{,}0007\ PNB \qquad R^2 = 0{,}91$$
$$(18.50) \quad (9{,}82) \qquad n = 11$$

Les valeurs t sont indiquées entre parenthèses. Des coefficients de régression statistiquement significatifs et des valeurs $R^2$ ont été établis pour d'autres pays également. Cependant, compte tenu de la petite taille de l'échantillon, il faut interpréter les résultats avec prudence. Voici une estimation de la régression globale d'un échantillon des activités de fusion et d'acquisition pour tous les pays:

$$F\&A = 374{,}0 + 0{,}0007 \qquad R^2 = 0{,}78$$
$$(0{,}82) \quad (15{,}22)$$

Il y a relation positive et statistiquement significative entre les fusions et acquisitions d'une part et le PNB réel d'autre part en raison du nombre total d'entreprises. Lorsque le PNB est élevé, on peut s'attendre à ce que les entreprises soient plus nombreuses et à ce qu'il y ait davantage de fusions et acquisitions. Étant donné que le nombre total d'entreprises dans les différents pays n'est pas toujours disponible, il semblerait, compte tenu de ces relations estimatives, qu'il soit acceptable d'avoir recours au PNB réel pour rajuster les données sur les activités de fusion et d'acquisition.

4. Les corrélations de rang de Spearman entre le niveau des fusions horizontales de 1978-1979 et 1983-1984 et entre 1983-1984 et 1988-1989 dans 29 catégories d'industries sont de 0,37 et de 0,43 respectivement. Ces faibles coefficients s'expliquent par les fluctuations des activités de fusion et d'acquisition au fil des années.
5. Dans le cas du Japon, le coefficient de corrélation a été négatif avec les autres pays. Avec le Canada, il est de - 0,92. On peut supposer que la relation (pour peu qu'il y en ait une) est influencée par les différences de rendement des deux économies ainsi que par des facteurs institutionnels. Entre 1979 et 1989, le Japon a toujours eu un rendement nettement supérieur à celui de la plupart des économies industrialisées de l'Ouest, dont le Canada. En outre, l'incidence *relative* des fusions et acquisitions a été faible.

## ANNEXE

LES DONNÉES STATISTIQUES sur les fusions et acquisitions réunies pour le présent document ont été puisées à diverses sources. Étant donné les différences d'extension, de définition, de périodes visées et d'autres aspects, un certain nombre de difficultés ont surgi. L'analyse qui a été faite sur différents pays et périodes doit donc être considérée essentiellement comme un indicateur général du niveau et des tendances du phénomène des fusions et acquisitions.

## CANADA

### Registre des fusions, Bureau de la politique de concurrence.

Le registre se limite à une liste des fusions et acquisitions étrangères et canadiennes signalées dans les publications financières. Comme il est fondé seulement sur des documents publiés, il s'agit d'un compte incomplet des fusions et acquisitions qui se font chaque année au Canada. En outre, étant donné que les journalistes financiers s'intéressent de préférence aux transactions importantes ou significatives, les données s'en trouvent probablement faussées. Cela est particulièrement vrai dans le cas des acquisitions canadiennes pour lesquelles aucun avis n'était exigé avant 1987. De plus, ces exigences ne visent que les grandes transactions, aux termes de la *Loi sur la concurrence*. L'exactitude est plus grande dans le cas des acquisitions étrangères, à cause des dispositions de la *Loi sur Investissement Canada* (et de la loi qu'elle a remplacée, la *Loi sur l'examen de l'investissement étranger*). En outre, l'information sur les caractéristiques des entreprises visées par les fusions (p. ex., actifs, ventes, emploi, bénéfices) ou des transactions (p. ex., méthodes de financement) ne sont pas systématiquement disponibles. On tente néanmoins, dans le registre, de faire une distinction entre les transactions mises à exécution et celles qui sont annoncées. De plus, on ne tient compte dans le registre que des fusions et acquisitions pour lesquelles le contrôle réel (propriété de plus de 51 pour cent des actions ordinaires avec droit de vote) ou déclaré de la société acquise a été obtenu. Par conséquent, le champ couvert et les statistiques diffèrent des données publiées par Venture Economics Inc., dont il est question plus loin.

### Venture Economics Inc., de Toronto (autrefois Harris-Bentley Ltd.)

Cette série de données est disponible depuis 1985 et elle donne plus de détails sur les conditions des transactions et les entreprises qui se fusionnent (surtout sur les entreprises qui sont absorbées). Cependant, les valeurs des transactions et d'autres statistiques pertinentes ne sont pas complètes ou disponibles systématiquement pour toutes les années ou les entreprises étudiées. De plus, les données sont tirées des *annonces* de fusions et d'acquisitions; or, tous les marchés n'aboutissent pas nécessairement. En outre, les statistiques portent aussi bien sur des acquisitions totales que partielles et aucune distinction n'est faite ni aucun seuil précisé en ce qui concerne le contrôle réel ou déclaré. Les statistiques présentées au tableau 3 au sujet des valeurs des grandes transactions ont été rajustées pour tenir compte des changements dans le contrôle des sociétés acquises en utilisant, comme critères, un taux de propriété de plus de 51 pour cent des actions ordinaires avec droit de vote ou un contrôle déclaré.

## AUSTRALIE

Les données sur les fusions et acquisitions en Australie sont particulièrement rares. Les renseignements utilisés dans le présent document sont extraits d'une étude du Bureau of Industry Economics (1990), qui présente des données sur le nombre des sociétés *rayées* des bourses australiennes. L'utilisation d'autres mesures, par exemple le nombre d'offres publiques d'achat, données qui ne sont pas disponibles sur une plus longue période, ne semble pas modifier les tendances générales.

## FRANCE

Les données sur la France proviennent de l'ouvrage de Franks et Mayer (1989) et se limitent au nombre des transactions intérieures visant des sociétés cotées en bourse.

## ALLEMAGNE

On peut trouver une série de données passablement complète sur les fusions et les acquisitions au Bureau fédéral des cartels, à Berlin. Cette source d'information ainsi que l'ouvrage de Marfels (1988) ont été utilisés dans ces pages.

## JAPON

Les données ont été obtenues auprès de l'Institut de l'entreprise du Japon et de la Commission des pratiques commerciales. Il faut préciser que la période de rapport est l'exercice et non l'année civile. Il est peu probable que cela influe sur les résultats des comparaisons.

## SUÈDE

La Commission nationale des prix et de la concurrence publie une série passablement complète et détaillée de statistiques sur les fusions. Les données sont structurées en fonction des seuils d'emploi, des ventes et d'autres informations. Les détails sur les valeurs des transactions et d'autres mesures financières ne sont pas publiés.

## ROYAUME-UNI

Les données publiées par l'*Office of Fair Trading and Mergers and Acquisitions* (R.-U.) ont été utilisées. L'information sur la valeur des actifs est disponible.

Les données relatives à l'Allemagne, au Japon, à la Suède et au Royaume-Uni visent les sociétés acquises dont le contrôle réel ou déclaré a changé de mains. Les critères employés n'ont pas été indiqués dans les sources d'information utilisées.

### ÉTATS-UNIS

La principale source de données sur les États-Unis a été l'ouvrage *Mergers and Acquisitions*, MLR Publishing Co., Philadelphie. Une vaste gamme de données sur les industries, les sociétés visées, la valeur des transactions et la nationalité est disponible. Le regroupement des données ne permet cependant pas une distinction entre acquisition ou contrôle complets ou partiels; à cet égard, les données sont analogues à celles publiées par Venture Economics Inc.

Le dénominateur commun des données extraites pour ces pays est le nombre des fusions et acquisitions et, dans certains cas, la taille et la classification industrielle.

## REMERCIEMENTS

JE TIENS À REMERCIER Marco Aondio de sa diligente collaboration aux recherches et Sandra Carter de son excellent travail de traitement de texte. Des observations et suggestions utiles sur le contenu d'une première version du document ont été faites par Zulfie Sadeque, Leonard Waverman et divers participants à la Conférence sur la mondialisation des entreprises par les fusions et acquisitions, qui s'est tenue à l'Université de Toronto les 29 et 30 novembre 1990. L'auteur assume l'entière responsabilité de toute erreur ou omission.

## BIBLIOGRAPHIE


Brander, J.A., «Mergers, Competition Policy, and the International Environment» dans Khemani et coll., 1988.

Browne, L.E. et E.S. Rosengren (s.l.d.), «The Merger Boom», délibérations d'une conférence parrainée par la Federal Reserve Bank of Boston, octobre 1987.

Bureau of Industry Economics, *Mergers and Acquisitions*, rapport de recherche n° 36, Imprimeur du gouvernement australien, Canberra, 1990.

Caves, R.E., *L'adaptation à la concurrence internationale*, Conseil économique du Canada, Ottawa, 1990a.

————, «Corporate Mergers in International Integration», document préparé pour le CEPR/Instituto Mobiliare Italiano Conference sur l'intégration financière de l'Europe, Rome, janvier 1990b.

Emerson, M. et coll., «The Economics of 1992», *European Economy*, mars 1988.

Franks J. et C. Mayer, *Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the U.K.*, polycopié, London Business School, décembre 1989.

Geroski, P.A. et A. Vlassopoulos, «Recent Patterns of European Merger Activity» *Business Strategy Review*, été 1990, p. 17-27.

Investissement Canada, *The Business Implications of Globalization*, document de travail, Ottawa, mai 1990.

Jacquemin, A. et coll., «Horizontal Mergers and Competition Policy in the European Community», *European Economy*, mai 1989.

Johnston, C.G., *Globalization: Canadian Companies Compete*, Centre de recherche sur le développement international, Conference Board du Canada, Ottawa, février 1990.

Khemani, R.S., D.M. Shapiro et W.T. Stanbury (s.l.d.), *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, Institut de recherches politiques, Halifax, 1988.

Marfels, C., «Aggregate Concentration in International Perspective: Canada, Federal Republic of Germany, Japan and the United States» dans Khemani et coll., 1988.

Mergers and Acquisitions (Journal of Corporate Venture), MLR Publishing Co., Philadelphie, 1979-1990.

Nymark, A., *Globalization and Canadian Investment Abroad*, notes de discours, Division of International Business Studies and Executive Programmes, Université de la Colombie-Britannique, 19 mars 1990.

Comité du droit et de la politique de la concurrence de l'OCDE. Rapports nationaux sur l'Australie, le Canada, la France, l'Allemagne, le Japon, la Suède, le Royaume-Uni et les États-Unis, Paris, 1979-1989.

Pettway, R., «Japanese Mergers and Direct Investment in the U.S.» dans W. Ziemba, W. Bailey et Y. Hamao (s.l.d.), *Japanese Financial Research*, North Holland, à venir, 1991

Ravenscraft, D.J. et F.M. Scherer, *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Washington (DC), 1987.

Rueber, G. et F. Roseman, *The Takeover of Canadian Firms*, 1945-1961, Conseil économique du Canada, Ottawa, 1968.

Scherer, F.M. et D. Ross, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Co., Boston, 1990.

Schott, J.J. et M.G. Smith (s.l.d.), *The Canada-United States Free Trade Agreement:* The Global Impact, Institut de recherches politiques, Halifax, 1988.

SPK Större Förestags-Förvärv, 1970-1988, Série de rapports, Stockholm (Suède), 1989 (et mises à jour).

Stanbury, W.T., Annexe 1 de l'ouvrage de Khemani et coll., 1988.

Statistiques Canada, *Loi sur les déclarations des corporations et des syndicats ouvriers*, rapport annuel, partie I, Approvisionnements et Services Canada, 1990.

Steiner, P.O., *Mergers: Motives, Effects and Policies*, Ann Arbor, Université du Michigan, 1975.

Tarasofsky, A., «Corporate Mergers and Acquisitions: Evidence on Profitability», polycopié, Conseil économique du Canada, février 1990.

*John Knubley, William Krause et Zulfi Sadeque*
*Investissement Canada*

2

# Les acquisitions canadiennes à l'étranger: profil et motivations

## INTRODUCTION

DANS LES ANNÉES 1980, les entreprises canadiennes ont pris une part active aux marchés mondiaux en effectuant des investissements directs à l'étranger, dont le stock a triplé en dix ans. L'importance relative de ces investissements par rapport aux investissements en provenance de l'étranger s'est par ailleurs accrue de façon marquée.

Au cours de cette période, les fusions et acquisitions (F et A) ont constitué un aspect particulièrement important des investissements canadiens directs à l'étranger (IDCÉ). Ainsi que le laissait prévoir le niveau élevé des F et A à l'échelle tant nationale qu'internationale relevé par Khemani, les F et A transfrontalières des entreprises canadiennes ont augmenté pendant toute la durée des années 1980, la courbe ascendante s'accentuant dans la seconde moitié de la décennie. Certaines acquisitions à l'étranger ont particulièrement retenu l'attention, notamment celles qu'ont effectuées les entreprises canadiennes Bombardier, Northern Telecom, Dominion Textile et Campeau (voir l'annexe A).

Dans le but d'aider le lecteur à comprendre l'évolution de la situation, nous nous proposons de décrire ci-après le profil et les motivations qui caractérisent les investissements directs canadiens à l'étranger, un accent particulier étant mis sur les F et A transfrontalières. Nous commençons par brosser un tableau général de la situation internationale et nationale en ce qui a trait aux IDCÉ et aux investissements directs étrangers (IDÉ) au Canada. Nous poursuivons en décrivant certains aspects des fusions et acquisitions canadiennes à l'étranger en nous servant d'une base de données établie par la société Automatic Data Processing (ADP) d'Ann Arbor, au Michigan (voir l'annexe B). Puis, nous nous penchons sur les motivations qui sous-tendent les acquisitions canadiennes à l'étranger en procédant à

un exposé sommaire des explications économiques habituelles ainsi qu'à l'examen des résultats d'un sondage mené par Investissement Canada au printemps de 1989 auprès de 23 sociétés canadiennes dans le but de connaître les motifs sur lesquels se fonde la décision d'effectuer des investissements directs à l'étranger (IDÉ). Nous terminons en exposant nos conclusions générales et en proposant de nouvelles recherches.

Avant tout, il importe de bien faire ressortir trois points. Premièrement, les F et A transfrontalières effectuées par des entreprises canadiennes ne constituent qu'un aspect des IDCÉ, qui comprennent également les investissements en installations entièrement nouvelles et l'expansion d'investissements directs existants. Deuxièmement, ainsi que le mentionne Khemani ailleurs dans ces pages, ces F et A effectuées hors du Canada sont différentes des F et A strictement intérieures, ou «intra-territoriales». Troisièmement, les données concernant ces F et A transfrontalières comportent un certain nombre de lacunes.

Ces lacunes s'expliquent de plusieurs façons. Dans le cas des entreprises dont les actions sont négociées publiquement, les données proviennent essentiellement de sources d'information publique comme les rapports annuels, le *Financial Post* et les journaux. Par ailleurs, bon nombre d'acquisitions sont le fait d'entreprises privées souvent peu portées à divulguer des renseignements détaillés concernant leurs transactions. Il n'est donc pas rare que les données sur les fusions et acquisitions d'entreprises privées à l'étranger soient incomplètes, voire impossibles à obtenir. Ajoutons qu'aucun organisme ne s'occupe expressément de consigner systématiquement l'information concernant les acquisitions effectuées à l'étranger par des sociétés canadiennes.

Ces problèmes ne nous empêchent pas de tirer certaines conclusions relatives aux tendances et aux motivations qui caractérisent les acquisitions canadiennes à l'étranger. Un certain profil se dégage des IDCÉ et des F et A transfrontalières lorsqu'on les examine sous l'angle du nombre de transactions, de leur importance, des entreprises les plus actives et de leurs caractéristiques, du degré de concentration, du genre d'acquisitions et de la répétition des transactions par zone géographique et par industrie. De façon générale, il ressort des données que, parallèlement à l'augmentation marquée des acquisitions canadiennes à l'étranger dans les années 1980, les F et A transfrontalières ont été davantage privilégiées au Canada, un petit pays, que dans bon nombre de pays plus importants. Il s'est par ailleurs produit une certaine concentration, les grandes entreprises sous contrôle canadien ayant été les plus actives. Il reste que les petites et moyennes entreprises représentent tout près des deux tiers du nombre total d'entreprises ayant effectué des acquisitions, dont les trois quarts ont été opérées aux États-Unis et la moitié avaient un caractère horizontal. Les entreprises canadiennes

ayant réalisé des F et A transfrontalières provenaient d'abord du secteur manufacturier; suivaient le secteur des services financiers et celui des richesses naturelles.

En ce qui a trait aux facteurs de motivation, s'il n'a pas été possible de vérifier le bien-fondé de l'explication économique en raison du manque de données, un certain nombre de constatations se rattachant à la théorie des IDÉ sont néanmoins présentées. D'après les résultats du sondage mené par Investissement Canada, cinq grands facteurs amènent les dirigeants d'entreprise à prendre la décision de faire des investissements directs à l'étranger, soit le besoin d'expansion extérieure, la diversification des marchés (sur le plan géographique) ou produits, les barrières commerciales et les coûts de transport, la disponibilité d'une main-d'oeuvre spécialisée et une réglementation plus avantageuse à l'étranger. Ces facteurs sont analysés en termes des forces d'«attraction» s'exerçant à partir de l'étranger et de «répulsion» s'exerçant au Canada, selon la terminologie de Rugman (1987). Les résultats indiquent que les deux facteurs les plus importants sont d'ordre interne et relèvent des stratégies et des valeurs propres à l'entreprise considérée. Cinq des sept facteurs les plus importants sont liés à la perception d'avantages dans le pays étranger où l'investissement est effectué, cette perception étant cependant inévitablement fonction de la situation dans le pays d'origine.

## Investissements directs canadiens à l'étranger

La croissance du stock d'investissements directs étrangers (IDÉ) au Canada et d'investissements directs canadiens à l'étranger (IDCÉ) pendant la période allant de 1950 à 1989, de même que le rapport entre les IDCÉ et les IDÉ, sont présentés au tableau 1. La croissance de ce rapport au fil des ans correspond à l'augmentation marquée de l'importance relative des investissements destinés à l'étranger par opposition aux investissements en provenance de l'étranger. En d'autres termes, les investissements du Canada à l'étranger et les investissements étrangers au Canada sont beaucoup mieux équilibrés qu'auparavant.

D'après les chiffres du tableau 1, le stock des IDÉ a atteint 119,2 milliards de dollars en 1989 comparativement à 4 milliards en 1950. Par contraste, d'à peine 1 milliard de dollars qu'il était en 1950, le stock des IDCÉ se chiffrait à 74,4 milliards à la fin de 1989. Dans les années 1980, les investissements à l'étranger ont constamment augmenté par rapport aux investissements de l'étranger, les IDCÉ triplant en même temps que les IDÉ doublaient. Le rapport entre le stock des IDCÉ et celui des IDÉ est passé de 25 pour cent en 1950 à 43,8 pour cent en 1980, pour culminer juste au-dessus des 65 pour cent en 1987[1].

TABLEAU 1
STOCK DES IDÉ ET DES IDCÉ, CERTAINES ANNÉES

| ANNÉE | IDÉ (EN MILLIARDS DE DOLLARS) | IDCÉ (EN MILLIARDS DE DOLLARS) | IDCÉ/IDÉ (%) |
|---|---|---|---|
| 1950 | 4,0 | 1,0 | 25,0 |
| 1960 | 12,9 | 2,5 | 9,4 |
| 1970 | 26,4 | 6,2 | 23,5 |
| 1979 | 54,3 | 20,5 | 37,8 |
| 1980 | 61,7 | 27,0 | 43,8 |
| 1981 | 66,6 | 33,8 | 50,8 |
| 1982 | 68,9 | 35,6 | 51,7 |
| 1983 | 77,4 | 29,9 | 51,6 |
| 1984 | 84,1 | 47,4 | 56,4 |
| 1985 | 87,2 | 54,1 | 62,0 |
| 1986 | 92,4 | 58,6 | 63,4 |
| 1987 | 101,5 | 66,1 | 65,1 |
| 1988 | 109,1 | 70,4 | 64,5 |
| 1989 | 119,2 | 74,0 | 62,1 |

REMARQUE: Les données de la période 1983-1989 viennent d'être révisées et les chiffres de 1989 sont provisoires.
SOURCE: Statistique Canada, cat. 67-202

Seule une comparaison avec d'autres pays industrialisés peut vraiment permettre de comprendre le changement intervenu au Canada, quant à l'importance relative des investissements à l'étranger et des investissements de l'étranger. Le tableau 2 montre comment l'importance relative de ces flux a évolué dans les pays membres de l'OCDE. Dans les années 1960, le Canada était le principal bénéficiaire d'investissements étrangers parmi ces pays, sa part du flux des investissements étrangers dans les pays de l'OCDE étant de 23 pour cent, comparativement à 5,3 pour cent dans le cas des investissements extérieurs de ces mêmes pays. La situation a bien changé dans les années 1970 et 1980, la part du flux des investissements en provenance de l'étranger attribuée au Canada enregistrant une baisse importante. Pendant toute cette période de 30 ans, la part du flux des investissements extérieurs de l'OCDE provenant du Canada est demeurée relativement stable. En valeur monétaire, cependant, les investissements canadiens effectués à l'étranger dans les années 1980 ont atteint environ le double de ceux des années 1970.

Le tableau 2 révèle également que le changement survenu ces deux dernières décennies dans l'importance relative des investissements canadiens à l'étranger, loin d'être exceptionnel, se révèle conforme aux tendances mondiales. Le rapport entre les investissements à l'étranger et les investissements de l'étranger est mieux équilibré dans la majorité des pays occi-

TABLEAU 2

FLUX DES INVESTISSEMENTS DIRECTS DES PAYS DE L'OCDE EN PROVENANCE ET À DESTINATION DE L'ÉTRANGER, CERTAINES PÉRIODES, 1961 - 1983

| | FLUX DE L'ÉTRANGER (%) | | | FLUX VERS L'ÉTRANGER (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| PAYS | 1961-70 | 1971-80 | 1981-88 | 1961-70 | 1971-80 | 1981-88 |
| Canada | 23,0 | 15,7 | 7,4 | 5,3 | 6,1 | 6,0 |
| France | 5,8 | 7,8 | 5,7 | 3,6 | 4,5 | 7,2 |
| Allemagne | 13,1 | 6,5 | 2,1 | 5,6 | 7,5 | 8,4 |
| Japon | 1,3 | 0,6 | 0,6 | 2,0 | 5,8 | 16,6 |
| Pays-Bas | 4,8 | 5,0 | 4,2 | 3,7 | 9,0 | 6,5 |
| R.U. | 9,0 | 18,7 | 12,7 | 10,1 | 17,8 | 21,3 |
| États-Unis | 13,1 | 26,0 | 50,3 | 64,2 | 43,4 | 21,4 |
| Autres | 29,9 | 19,7 | 17,0 | 5,5 | 5,9 | 12,6 |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

1 Mesurés en dollars US courants, y compris les bénéfices réinvestis.

2 Pour le Canada, à partir de 1983, les flux des investissements en provenance de l'étranger comprennent les bénéfices réinvestis et d'autres éléments, de même que les flux de l'étranger dans le secteur financier. De plus, à partir de 1961, les flux vers l'étranger comprennent les bénéfices réinvestis et d'autres éléments, de même que les flux vers l'étranger dans le secteur financier à partir de 1983.

SOURCE: adaptation du document L'investissement direct international et le nouvel environnement économique (1989) de l'OCDE, tableau A1, p. 60, tableau A2, pp. 61-62 et Statistique Canada.

dentaux industrialisés, en bonne partie parce que la domination des États-Unis en tant que pays d'origine des investissements internationaux est maintenant beaucoup moins forte. Le Japon, où le flux des investissements provenant de l'étranger est très faible, constitue la seule exception.

Au sein de l'OCDE, seuls les États-Unis et les Pays-Bas n'ont pas vu augmenter leur part du flux des investissements des pays membres à l'étranger. Entre les années 1970 et les années 1980, la part des États-Unis a diminué de 50 pour cent. Parallèlement à ce recul des États-Unis en tant que source d'investissements internationaux, d'autres économies du monde industrialisé dont la France, l'Allemagne, le Japon et le Royaume-Uni sont devenus d'importants investisseurs à l'étranger. Dans les années 1980, le Royaume-Uni s'est retrouvé presque sur le même pied que les États-Unis à cet égard. Au chapitre des IDÉ dans les pays de l'OCDE, le fait que la part des États-Unis a doublé constitue le changement le plus remarquable survenu dans les années 1980, ce qui confirme que les États-unis sont en voie de devenir un important pays destinataire d'investissements internationaux.

Quand on compare des pays industrialisés sous l'angle des investissements à l'étranger, il importe de tenir compte de la taille relative des économies en cause. Les pourcentages du PIB représentés par les stocks

TABLEAU 3

POURCENTAGE DU PIB REPRÉSENTÉ PAR LES STOCKS DES IDÉ DE DIX PAYS INDUSTRIALISÉS, CERTAINES ANNÉES

| PAYS | 1960 (RANG) | 1975 (RANG) | 1980 (RANG) | 1985 (RANG) |
|---|---|---|---|---|
| É.-U. | 6,2 (6) | 8,1 (4) | 8,2 (4) | 6,4 (7) |
| R.-U. | 17,4 (3) | 15,8 (3) | 15,2 (3) | 23,3 (3) |
| Japon | 1,1 (8) | 3,2 (8) | 3,4 (7) | 6,3 (8) |
| Allemagne | 1,1 (8) | 4,4 (7) | 5,3 (6) | 9,6 (5) |
| France | 7,0 (4) | 3,1 (9) | 3,2 (8) | 4,2 (9) |
| Italie | 2,9 (7) | 1,7(10) | 1,8 (9) | 3,4(10) |
| Canada | 6,3 (5) | 6,3 (6) | 8,2 (4) | 10,5 (4) |
| Suisse | 26,9 (2) | 41,3 (1) | 37,9 (1) | 48,9 (1) |
| Pays-Bas | 60,6 (1) | 22,9 (2) | 24,7 (2) | 35,1 (2) |
| Suède | 2,9 (7) | 6,4 (5) | 5,8 (5) | 9,0 (6) |

SOURCE: CNUST. Transnational Corporations in World Development, New York, 1988.

d'IDÉ de dix pays industrialisés pour certaines années au cours de la période allant de 1960 à 1985 sont présentés au tableau 3. Deux petits pays, la Suisse et les Pays-Bas, se retrouvent constamment en tête avec des pourcentages dans les deux chiffres nettement plus élevés que ceux des autres pays. Le Royaume-Uni arrive au troisième rang pour toutes les années retenues, là encore avec des pourcentages dans les deux chiffres. Arrivé cinquième et sixième en 1960 et 1975 respectivement, le Canada se classe quatrième en 1980 et 1985, avec un pourcentage dans les deux chiffres la dernière année. Ces données confirment une fois de plus l'augmentation de l'importance relative des investissements directs du Canada à l'étranger, en particulier dans les années 1980.

Constatation supplémentaire et sans doute plus importante, le tableau 3 indique que quatre petits pays — la Suisse, les Pays-Bas, le Canada et la Suède — se classent constamment dans le peloton de tête par leurs investissements directs à l'étranger rapportés à leur taille. Ces chiffres laissent présumer que les pays industrialisés les plus petits ont tendance à effectuer proportionnellement davantage d'IDÉ que ne le font les économies plus importantes[2].

Les analystes des IDCÉ ont énoncé différentes hypothèses concernant les petits pays qu'il convient d'exposer aux fins de l'examen ultérieur des F et A canadiennes à l'étranger.

— Selon Swedenborg[3], toutes choses égales d'ailleurs, une entreprise dont le siège se trouve dans un petit pays, qui souhaite profiter d'économies d'échelle et de gamme, effectuera des IDÉ beaucoup moins importants

que ceux d'une entreprise établie dans un grand pays. (On peut également en déduire que deux pays jouissant des mêmes avantages comparatifs à l'échelle des entreprises et de l'économie nationale n'auront probablement pas des niveaux de production étrangère comparables s'ils n'ont pas la même taille.)

— À cet égard, le rôle joué par les petites et moyennes entreprises canadiennes coïncide avec les constatations du Centre des Nations Unies sur les sociétés transnationales (CNUST), selon qui plus de 58 pour cent des sociétés transnationales canadiennes se rangent dans la catégorie des petites entreprises[4]. D'après le CNUST, les petites entreprises qui effectuent leurs premiers IDÉ ne font qu'une ou deux acquisitions étrangères dans leur propre domaine et vont habituellement s'installer dans des pays voisins avec lesquels leur pays entretient déjà des liens solides (dans le cas du Canada, les États-Unis). Ces entreprises laissent s'écouler un certain temps avant de se diriger vers d'autres pays.

Les nombres totaux d'entreprises canadiennes résidentes qui ont investi directement à l'étranger entre 1979 et 1986, et d'entreprises, parmi celles-ci, qui sont sous contrôle canadien ou sous contrôle étranger, sont fournis au tableau 4. Si l'importance relative des IDCÉ s'est accrue, le nombre total d'entreprises canadiennes résidentes possédant des investissements à l'étranger, 1 479 en 1986, est relativement faible. Parmi celles-ci, les entreprises sous contrôle canadien dominent de plus en plus. De moins de 62 pour cent qu'elle était en 1979, la proportion des sociétés dont proviennent les IDCÉ représentée par les entreprises sous contrôle canadien dépassait les 75 pour cent en 1986. Ce virage s'est accompagné d'une augmentation sensible du nombre d'entreprises sous contrôle canadien investissant directement à l'étranger et d'une baisse de plus de 7 pour cent du nombre d'entreprises sous contrôle étranger opérant le même genre d'investissements. Il convient néanmoins de ne pas négliger le fait qu'une partie des IDCÉ provient d'entreprises sous contrôle étranger, ce qui laisse présumer que les filiales jouissent d'une certaine autonomie, ou que les sociétés mères font une utilisation stratégique de leurs filiales canadiennes.

La valeur totale des IDCÉ et les parts respectives des entreprises sous contrôle canadien, d'une part, et étranger, d'autre part, pour la période allant de 1979 à 1986, sont fournies au tableau 5. Comme le laissait déjà voir le tableau 4, la part des entreprises sous contrôle canadien s'est accrue du début à la fin de la période retenue. De tout près de 81 pour cent qu'elle était en 1979, cette part atteignait presque les 87 pour cent en 1986 en valeur.

Dans le but de faciliter l'interprétation des chiffres déjà fournis et l'analyse ultérieure des données relatives aux F et A canadiennes à l'étranger,

TABLEAU 4

NOMBRE D'ENTREPRISES AYANT DES IDCÉ, SELON LA NATIONALITÉ DU CONTRÔLE

| ANNÉE | CANADIEN | ÉTRANGER | TOTAL | % CANADIEN |
|---|---|---|---|---|
| 1979 | 640 | 395 | 1 035 | 61,84 |
| 1980 | 729 | 386 | 1 115 | 65,38 |
| 1981 | 880 | 370 | 1 250 | 70,40 |
| 1982 | 956 | 368 | 1 324 | 72,21 |
| 1983 | 1 081 | 379 | 1 460 | 74,04 |
| 1984 | 1 129 | 389 | 1 518 | 74,37 |
| 1985 | 1 142 | 409 | 1 551 | 73,63 |
| 1986 | 1 113 | 366 | 1 479 | 75,25 |

SOURCE: Statistique Canada, Bilan des investissements internationaux du Canada, cat. 67-202.

il apparaît opportun d'exposer sommairement les conclusions auxquelles arrive Paul Gorecki dans le document de recherche de Statistique Canada intitulé «Tendances des investissements directs canadiens à l'étranger» (1990). Différentes caractéristiques des IDCÉ y sont décrites par rapport aux données de Statistique Canada relatives à la balance des paiements, dont les suivantes:

— Le degré de concentration des IDCÉ est élevé. En 1986, par exemple, 23 pour cent de tous les IDCÉ pouvaient être attribués aux quatre sociétés mères classées en tête, et 33 pour cent aux huit premières.
— Avec les années, ce degré de concentration a diminué parallèlement à l'augmentation du nombre d'entreprises canadiennes investissant à l'étranger. C'est ainsi que le pourcentage de tous les IDCÉ attribuables aux onze premières sociétés mères était tombé à 38 pour cent en 1986 comparativement à 65 pour cent en 1970.
— Typiquement, les IDCÉ sont effectués dans des filiales en propriété exclusive ou à participation majoritaire plutôt que dans des coentreprises (donc à participation minoritaire). En valeur, cependant, les coentreprises se sont accrues en importance de 1983 à 1986.
— Sur le nombre total de sociétés mères ayant des IDCÉ en 1986, 859, soit 65,2 pour cent, ne possédaient qu'une filiale. Les sociétés qui n'avaient pas plus de cinq filiales représentaient 93 pour cent de ce même nombre total. Les sociétés mères qui ont des IDCÉ ne possèdent donc la plupart du temps que quelques filiales relativement petites.
— Neuf entreprises possédaient au moins 30 filiales à l'étranger. Compte tenu du degré élevé de concentration des IDCÉ, on peut présumer qu'une grande partie de la valeur totale des IDCÉ pourrait être attribuée à ces sociétés comptant un grand nombre de filiales.

TABLEAU 5

VALEUR DES IDCÉ (EN MILLIONS DE DOLLARS) SELON LA NATIONALITÉ DU CONTRÔLE

| ANNÉE | CANADIEN | ÉTRANGER | TOTAL | % CANADIEN |
|---|---|---|---|---|
| 1979 | 16 595 | 3 901 | 20 496 | 80,97 |
| 1980 | 22 033 | 4 934 | 26 967 | 81,70 |
| 1981 | 28 138 | 5 709 | 33 847 | 83,13 |
| 1982 | 29 157 | 6 401 | 35 558 | 82,00 |
| 1983 | 31 716 | 6 077 | 37 793 | 83,92 |
| 1984 | 36 720 | 7 399 | 44 119 | 83,23 |
| 1985 | 42 595 | 7 601 | 50 196 | 84,86 |
| 1986 | 46 209 | 6 964 | 53 173 | 86,90 |

SOURCE: Statistique Canada, Bilan des investissements internationaux du Canada, cat. 67-202.

— Les IDCÉ sont surtout concentrés aux États-Unis. Les investissements effectués dans ce pays ont représenté 53 pour cent de tous les IDCÉ en 1970, et 71 pour cent en 1986. La Communauté européenne (CE) vient au deuxième rang avec 12,6 pour cent en 1986, le Royaume-Uni recevant à lui seul 7,9 pour cent des IDCÉ destinés à l'Europe.

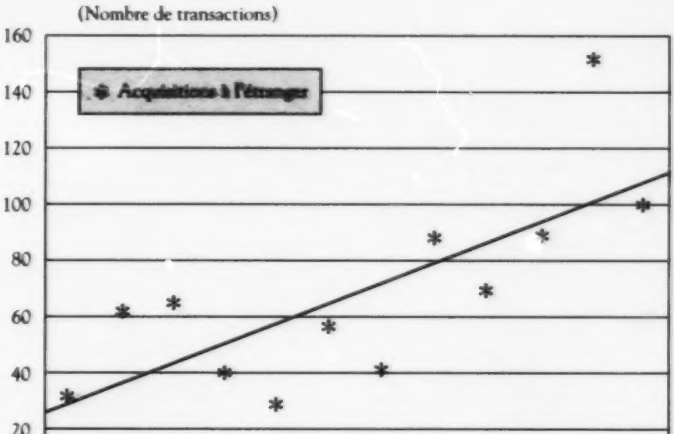
— Les IDCÉ se font d'abord dans le secteur manufacturier, suivi de ceux des richesses naturelles et des services financiers. Les sociétés mères qui investissent à l'étranger le font habituellement dans l'industrie où se situent leurs activités au Canada. En d'autres termes, les IDCÉ ont principalement un caractère horizontal.

## ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER

LES DONNÉES PRÉSENTÉES CI-APRÈS ont trait aux acquisitions canadiennes à l'étranger. Ces données sur les F et A provenant de la société ADP Data Services d'Ann Arbor, au Michigan[5], diffèrent qualitativement des données sur les IDCÉ. De nature factuelle, les données relatives aux F et A portent sur des transactions individuelles intervenues à un moment donné. Il peut donc arriver que plusieurs transactions figurant dans les données sur les F et A concernent une même entreprise. Ajoutons que les données en question sont surtout analysées en termes de nombre de transactions plutôt que de valeur. En effet, la valeur du stock total de F et A transfrontalières n'est connue que dans une proportion relativement faible. Par contre, les données concernant les IDCÉ sont principalement analysées en termes de valeur des investissements; les tableaux 1, 3 et 5, où est présentée la valeur cumulative du stock des IDCÉ, l'illustrent bien[6].

SCHÉMA 1

ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER, 1979-90*




| | 79 | 80 | 81 | 82 | 83 | 84 | 85 | 86 | 87 | 88 | 89 | 90 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Acq. à l'étranger | 31 | 61 | 64 | 40 | 28 | 57 | 41 | 88 | 69 | 89 | 152 | 101 |

* Les données de 1990 ont été établies par extrapolation à partir des chiffres des trois premiers trimestres.

SOURCE: ADP, Ann Arbor, Michigan, É.-U.

La figure 1 présente un diagramme de dispersion des acquisitions canadiennes à l'étranger par année ainsi qu'une courbe tendancielle qui ajuste les données. Le nombre d'acquisitions survenues entre 1979 et 1990 est indiqué sous l'axe des x. Le nombre total d'acquisitions constituant la base de données, 807, est relativement peu élevé. Certaines observations sur les F et A canadiennes à l'étranger peuvent être faites à partir de ce diagramme:

— La ligne de tendance révèle que les F et A canadiennes transfrontalières suivent un tracé ascendant marqué de 1979 à 1990.
— Le nuage de points permet de distinguer deux phases de F et A — de 1979 à 1985 et de 1986 à 1990. (L'intensification des F et A canadiennes à l'étranger dans la seconde phase coïncide avec un accroissement des F et A à l'échelle mondiale.)

TABLEAU 6

VALEUR DES ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER

| ANNÉE | NOMBRE DE CAS | CAS OU LA VALEUR DE LA TRANSACTION EST FOURNIE | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | VALEUR (EN MILLIONS DE DOLLARS) | |
| | | NOMBRE | TOTAL | MOYENNE |
| 1979 | 31 | 0 | 0,0 | 0,0 |
| 1980 | 61 | 1 | 1,2 | 1,2 |
| 1981 | 64 | 5 | 166,5 | 33,3 |
| 1982 | 40 | 25 | 811,0 | 32,4 |
| 1983 | 28 | 14 | 1 178,5 | 84,2 |
| 1984 | 57 | 33 | 2 475,2 | 75,0 |
| 1985 | 41 | 19 | 997,4 | 52,5 |
| 1986 | 88 | 50 | 6 880,0 | 137,6 |
| 1987 | 69 | 35 | 11 551,0 | 330,0 |
| 1988 | 89 | 43 | 10 052,8 | 233,8 |
| 1989 | 152 | 62 | 4 527,3 | 73,0 |
| 1990 | 87 | 28 | 5 186,0 | 185,2 |
| Total | 807 | 315 | 43 826,0 | 139,1 |

SOURCE: ADP, Ann Arbor, Michigan, États-Unis.

— Le nombre d'acquisitions transfrontalières varie sensiblement d'une année à l'autre. (Caractérisant également les F et A dans le pays, ces fluctuations s'expliqueraient, selon les analystes des F et A, par le fait que les sociétés ont tendance à procéder à une consolidation de leurs activités après une phase d'expansion.)

Sont présentés par année au tableau 6 le nombre total de transactions figurant dans la base de données d'ADP, le nombre de cas où la valeur de la transaction est fournie, ainsi que la valeur totale et la valeur moyenne des transactions dont le montant est connu. Il en est ainsi de seulement 315 des 807 acquisitions, soit 39 pour cent du nombre total de cas. En raison de l'insuffisance des données concernant la valeur des transactions, qui n'a rien d'exceptionnel, nous l'avons dit, l'analyse qui suit porte essentiellement sur le nombre de transactions.

Quoi qu'il en soit, les chiffres du tableau 6 semblent concorder avec la figure 1. Les données concernant la valeur des transactions font elles aussi apparaître deux phases distinctes au chapitre des F et A, dont le niveau est nettement plus élevé de 1986 à 1990 que de 1979 à 1985. Il est néanmoins possible que ces résultats soient faussés par le fait que tout près des deux tiers des données sur la valeur des transactions manquent dans la première phase, et qu'il existe d'autres importantes lacunes dans les données de certaines années de la seconde phase.

TABLEAU 7

NOMBRE D'ACQUISITIONS À L'ÉTRANGER DES PRINCIPAUX PAYS DE L'OCDE*

| PAYS | 1985 | | 1986 | | 1987 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | RÉEL | PONDÉRÉ | RÉEL | PONDÉRÉ | RÉEL | PONDÉRÉ |
| Canada | 42 | 42 | 89 | 89 | 70 | 70 |
| É.-U. | 175 | 18 | 180 | 18 | 142 | 15 |
| R.-U. | 64 | 40 | 89 | 55 | 223 | 139 |
| France | 70 | 41 | 134 | 78 | 194 | 113 |
| Italie | 31 | 20 | 43 | 28 | 70 | 45 |

* Il a été impossible de trouver des données comparables pour le Japon et l'Allemagne.

REMARQUE: Les nombres pondérés correspondent aux nombres réels de transactions normalisés en fonction des différences de PIB entre le Canada et les autres pays (c.-à-d. divisés par le rapport entre les PIB respectifs).
SOURCES: ADP, OCDE, Études économiques, différents pays; CNUST, (1989).

La valeur totale de ces 315 transactions réparties sur les douze années retenues s'élève à 43,8 milliards de dollars US. Une certaine prudence s'impose dans l'interprétation des données, selon lesquelles les F et A auraient culminé en 1987 et 1988. Compte tenu du petit nombre de transactions considérées, leur valeur totale une année donnée risque d'être fortement marquée par une ou deux transactions importantes. C'est effectivement ce qui s'est produit en 1987 et en 1988 lorsque Campeau a fait l'acquisition des grands magasins Federated pour 6,7 milliards de dollars US, et que Seagram a acheté Tropicana 1,2 milliard de dollars US.

Une comparaison entre le nombre des acquisitions canadiennes à l'étranger et celui des acquisitions de quatre autres grands pays industrialisés est présentée au tableau 7 pour les années 1985, 1986 et 1987. Pour chacune des années retenues, le nombre des acquisitions a été pondéré en fonction de l'importance économique de chacun des pays en cause. Dans les années 1985 et 1986, c'est le Canada qui a le nombre pondéré d'acquisitions le plus élevé, ce qui va dans le sens des hypothèses avancées précédemment concernant les petits pays. En 1987, cependant, le Canada se retrouve au troisième rang pour le nombre pondéré de ses acquisitions, derrière le Royaume-Uni et la France. Ce changement coïncide probablement avec une augmentation des F et A de ces deux pays à l'étranger dans le cadre de l'intégration du marché européen. Dans l'ensemble, certains chiffres démontrent que, proportionnellement à la taille de son économie, le Canada a eu davantage tendance que des pays plus grands à faire des acquisitions à l'étranger.

## ACQUÉREURS LES PLUS ACTIFS

LES TRANSACTIONS constituant la base de données sur les F et A d'ADP ont été regroupées par entreprise, ce qui a donné 347 sociétés à l'origine des transactions en question[7]. Ce nombre est sensiblement plus petit que le nombre cumulatif total de 1 479 entreprises ayant effectué des IDCÉ en 1986 (voir le tableau 4). Figurent au tableau 8 les 39 sociétés établies au Canada qui se retrouvent en tête de ces 347 entreprises pour le nombre de transactions (au moins quatre) visant des acquisitions transfrontalières pour la période allant de 1979 à 1990. Or ces acquéreurs particulièrement actifs sont à l'origine de 38 pour cent des 807 transactions constituant la base de données. On peut donc parler d'un degré de concentration relativement élevé, 38 pour cent des transactions pouvant être attribuées à 11 pour cent des entreprises. Ce degré élevé de concentration est conforme aux conclusions de Gorecki (1990), qui arrive cependant à une concentration encore plus forte, 70 pour cent de la valeur comptable des IDCÉ à long terme étant attribuée aux 50 entreprises classées en tête. Cet écart s'expliquerait en partie par le fait que la valeur est utilisée dans le cas des IDCÉ, et le nombre de transactions dans celui des acquisitions canadiennes à l'étranger[8].

D'après le tableau 8, les acquisitions canadiennes à l'étranger sont d'abord le fait de grandes sociétés dont le contrôle est canadien. Sur les 39 entreprises mentionnées, 37 ont un chiffre d'affaires supérieur à 100 millions de dollars. Arc International et Memotec se classent dans la catégorie des petites et moyennes entreprises[9]. La très grande majorité des entreprises mentionnées sont sous contrôle canadien et représentent les fleurons de l'économie nationale. Le grand public connaît le nom de bon nombre de ces entreprises, qui sont établies depuis longtemps au Canada et à l'étranger. C'est le cas notamment des sociétés Canadien Pacifique, Alcan Aluminium, Seagram et Noranda. Britanniques l'une comme l'autre, les sociétés Imasco et Genstar sont les deux entreprises sous contrôle étranger ayant opéré au moins quatre acquisitions au cours de la période considérée.

Par secteur, c'est dans l'impression et l'édition ainsi que dans les services financiers que les entreprises comptant au moins quatre acquisitions à l'étranger ont été le plus actives. Les sociétés soeurs International Thompson Organization et Thompson Newspapers ont effectué le plus grand nombre de transactions[10]. D'autres entreprises des domaines de l'édition et des communications, notamment Maclean Hunter et Hollinger, ont aussi joué un rôle important sur le plan des F et A à l'étranger. Parmi les sociétés de services financiers, First City Financial Corporation, Unicorp Financial et Royal Trustco ont été particulièrement actives[11].

TABLEAU 8

ENTREPRISES CANADIENNES COMPTANT LE PLUS D'ACQUISITIONS À L'ÉTRANGER

| ENTREPRISE | NBRE D'ACQUISITIONS | ENTREPRISE | NBRE D'ACQUISITIONS |
|---|---|---|---|
| Alcan Aluminium Ltée | 7 | Ivaco Inc. | 7 |
| Arc International | 4 | Jannock Ltd. | 13 |
| Banque de Montréal | 4 | John Labbatt Ltée | 6 |
| Bombardier Inc. | 6 | Laidlaw Transportation | 7 |
| Corporation Campeau | 4 | Lawson Mardon | 4 |
| Canadien Pacifique | 10 | MacLean-Hunter Ltée | 12 |
| CCL Industries | 6 | McCain Foods Ltd. | 5 |
| Cinéplex Odéon | 6 | Memotec Data Inc. | 5 |
| Crownx Inc. | 4 | La Mutuelle Compagnie | |
| Derlan Industries | 6 | d'assurance sur la vie | 5 |
| Dominion Textile | 5 | National Business Systems Inc. | 6 |
| Domtar Inc. | 7 | Noranda Inc. | 5 |
| First City Financial Corp. | 20 | Olympia & York Development Ltd. | 6 |
| First Toronto Capital Corp. | 6 | Royal Trustco Ltd. | 7 |
| Genstar Ltd. | 7 | La Compagnie Seagram Ltée | 7 |
| George Weston Ltd. | 4 | SHL Systemhouse Inc. | 4 |
| Hollinger Inc. | 12 | Thompson Newspapers Ltd. | 17 |
| Imasco Ltéé | 6 | Trimac Ltd. | 4 |
| International Thompson | | Trizec Ltd. | 4 |
| Organization | 38 | Unicorp Canada Corp. | 14 |
| | | Unicorp Financial Corp. | 9 |

SOURCE : ADP

L'examen de la base de données d'ADP révèle que, si les entreprises comptant au moins quatre acquisitions étaient en majorité de grandes sociétés, un certain nombre de petites et moyennes entreprises (PME) ont aussi été actives. Sur les 347 acquéreurs canadiens, 220, soit plus de 63 pour cent, peuvent être classés dans la catégorie des PME[12]. Il en va ainsi des sociétés Glenayre Electronics, Lumonics et Fleet Aerospace (trois acquisitions chacune), ainsi que de FuturTek Communications (deux acquisitions). Bon nombre de ces acquisitions ont été faites dans des industries à coefficient élevé de R-D dans les domaines de la technologie de l'information, de la microélectronique, de la technologie laser et de l'avionique. Le fait que plus de 63 pour cent des entreprises ayant effectué des acquisitions transfrontalières étaient des PME confirme les hypothèses concernant les petits pays dont il a déjà été question (Swedenborg et CNUST).

L'examen de la base de données d'ADP révèle que les acquisitions canadiennes extérieures n'ont été que dans une faible proportion le fait de sociétés sous contrôle étranger. Sur les 807 transactions conclues dans

l'ensemble de 1979 à 1990, seulement 5,6 pour cent (soit 45 d'entre elles) ont été effectuées par 28 filiales canadiennes de sociétés étrangères. Il s'agissait dans la plupart des cas de sociétés à participation majoritaire américaine comptant habituellement une ou deux acquisitions aux États-Unis. La part des F et A transfrontalières attribuable à des sociétés sous contrôle étranger est plus petite que la part des IDCÉ effectuée par ces mêmes sociétés, qui a presque atteint les 25 pour cent en 1986 (voir le tableau 4).

Signalons toutefois que les entreprises canadiennes sous contrôle étranger comptant le plus grand nombre d'acquisitions extérieures sont majoritairement des filiales de sociétés appartenant à des intérêts non américains. S'y retrouvent, outre Imasco et Genstar (BAT Industries, R.-U.), Redpath Industries (Tate & Lyle, R.-U.), Rio Algom (RTZ Corporation, R.-U.), Total Petroleum of Canada (Pétroles Total, France) et Bonar (Bonar PLC, R.-U.). Les sociétés mères de ces entreprises canadiennes sous contrôle étranger mais non américain les ont probablement utilisées comme des instruments d'expansion en Amérique du Nord, le Canada et les États-unis étant perçus comme un seul et même marché intégré.

## NATURE DES ACQUISITIONS

FIGURENT AU TABLEAU 9 le nombre et le pourcentage des acquisitions canadiennes à l'étranger, divisées en acquisitions horizontales, en acquisitions verticales et en conglomérats, pour quatre grandes catégories d'industries[13].

Dans l'ensemble, ce sont les acquisitions horizontales qui dominent dans chacun des secteurs à l'exception des services financiers, celles-ci représentant 50 pour cent du nombre total de transactions retenues. Notons que cette prédominance des transactions horizontales se retrouve également dans les F et A canadiennes sur le marché intérieur (voir Khemani ailleurs dans ces pages). Parmi les différents secteurs, la fabrication et les richesses naturelles récoltent les pourcentages les plus élevés au chapitre des acquisitions horizontales, soit respectivement 60 et 56 pour cent. Quant aux acquisitions de type vertical et aux conglomérats, ils obtiennent globalement des parts respectives de 29 et 21 pour cent. La tendance qui se manifeste dans le secteur des services financiers peut s'expliquer par le fait que nombre des entreprises en question sont en fait des sociétés de portefeuille opérant des acquisitions de conglomérat.

Gorecki (1990) a également constaté qu'en 1986, les IDCÉ avaient principalement un caractère horizontal (ce type d'investissement représentant 75 pour cent de la valeur comptable des IDCÉ, quelle que soit l'industrie). Dans le cas des F et A transfrontalières, la part des transactions horizontales est nettement plus faible. Là encore, l'écart entre les

TABLEAU 9
GENRE D'ACQUISITION PAR DEMANDE, 1979 - 1990

| GENRE | HORIZONTALE | | VERTICALE | | CONGLOMÉRAT | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| INDUSTRIE | NBRE | % | NBRE | % | NBRE | % | TOTAL |
| Richesses naturelles | 64 | 56 | 27 | 23 | 24 | 21 | 115 |
| Services | 75 | 47 | 43 | 27 | 42 | 26 | 160 |
| Fabrication | 194 | 60 | 98 | 30 | 33 | 10 | 325 |
| Services financiers | 44 | 29 | 50 | 33 | 57 | 38 | 151 |
| Totaux | 377 | 50 | 218 | 29 | 156 | 21 | 751* |

* 56 transactions n'ont pu être classées.

SOURCE: ADP, Ann Arbor, Michigan, É.-U.

résultats tient à la façon dont les données sont analysées — selon la valeur des transactions dans un cas, et selon leur nombre dans l'autre. Quoi qu'il en soit, le fait que les F et A comportent une part relativement plus élevée de transactions de conglomérat n'est certes pas étranger à l'écart noté. On peut penser que la recherche de la diversification est davantage présente au chapitre des acquisitions. Par contraste, il est normal qu'en matière d'investissements dans des installations entièrement nouvelles, qui représentent un élément des IDCÉ, l'application d'une stratégie de diversification soit beaucoup moins courante. En conséquence, l'écart entre les degrés de concentration horizontale n'est pas vraiment étonnant.

Le cas de Campeau, exposé à l'annexe A, illustre une situation où une entreprise canadienne a fait des acquisitions de conglomérat à l'étranger dans le but de diversifier ses activités, en connaissant certains déboires. En fait, au début des années 1980, plusieurs sociétés canadiennes, dont Imasco, Dylex, Canadian Tire et Distribution aux consommateurs, ont appliqué une stratégie de diversification semblable.

L'examen du tableau 10 révèle que plus de 40 pour cent du nombre des acquisitions à l'étranger sont attribuables à des entreprises du secteur de la fabrication, les services financiers arrivant en deuxième place (18,7 pour cent), suivis du secteur des richesses naturelles (14,2 pour cent). Au total, ces trois secteurs comptent pour 73,2 pour cent de toutes les acquisitions canadiennes transfrontalières. Cette concentration des acquisitions dans ces trois secteurs correspond aux constatations de Gorecki (1990) selon lesquelles les investissements à long terme proviennent des secteurs manufacturier, financier et pétrolier dans une proportion de 78,4 pour cent de leur valeur comptable.

Signalons également que les entreprises oeuvrant dans les secteurs de la construction, du commerce de marchandises et des services publics ont

**TABLEAU 10**

**RÉPARTITION DES ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER SELON L'INDUSTRIE DE L'ACQUÉREUR, 1979 - 1990**

| INDUSTRIE | ACQUISITIONS NOMBRE | % |
|---|---|---|
| Richesses naturelles | 113 | 14,0 |
| Fabrication | 313 | 38,8 |
| Construction | 24 | 3,0 |
| Services publics | 43 | 5,3 |
| Commerce de marchandises | 40 | 5,0 |
| Services | 67 | 8,3 |
| Services financiers | 151 | 18,7 |
| Non classées | 56 | 6,9 |
| Toutes les industries | 807 | 100,0 |

été relativement peu actives au chapitre des acquisitions. Au total, seulement 13,3 pour cent des sociétés ayant effectué des acquisitions à l'étranger provenaient de ces trois secteurs industriels, ce niveau de participation relativement bas étant une fois de plus conforme aux résultats obtenus par Gorecki (1990). D'après ces résultats, les IDCÉ provenaient dans une proportion de 15,6 pour cent d'entreprises de services publics, de commerce de marchandises et d'autres industries (dont la construction).

La répartition géographique des acquisitions figurant dans la base de données d'ADP opérées entre 1987 et 1990 est présentée au tableau 11. En effet, ce n'est que depuis 1987 qu'ADP tient le compte des acquisitions canadiennes dans des pays autres que les États-Unis. Les acquisitions canadiennes ont d'abord et avant tout été effectuées aux États-Unis, dans une proportion d'environ 70 pour cent. Le Royaume-Uni arrive au deuxième rang, avec 8,7 pour cent, suivi de l'Australie et de la France. Cependant, quand ils sont regroupés, comme l'a fait Gorecki (1990), les pays de la CE constituent sans contredit le deuxième destinataire en importance avec 80 transactions, soit plus de 18 pour cent du total. On ne peut que remarquer l'absence du Japon dans le tableau. Cette anomalie s'explique en partie par le fait que la culture d'entreprise pratiquée par le Japon dissuade les éventuels investisseurs étrangers d'y acheter des entreprises, ceux-ci se contentant de conclure des alliances stratégiques avec des partenaires japonais[14].

TABLEAU 11

ACQUISITIONS À L'ÉTRANGER PAR DES ENTREPRISES CANADIENNES, 1987 - 1990

| PAYS | NBRE D'ACQUISITIONS |
|---|---|
| É.-U. | 307 |
| R.-U. | 38 |
| France | 11 |
| Allemagne | 8 |
| Autres pays de la C.E. | 23 |
| Autres pays européens | 3 |
| Australie | 15 |
| Autres pays du Pacifique | 11 |
| Autres | 22 |
| Total | 438 |

REMARQUE : Les autres pays sont les Bermudes, les îles Caïman, le Chili, la Guyana, Israël, le Libéria et le Mexique

SOURCES: ADP, Ann Arbor, É.-U., et Investissement Canada.

## MOTIVATIONS DES ACQUISITIONS CANADIENNES À L'ÉTRANGER

### FONDEMENT ÉCONOMIQUE

DE NOMBREUX ÉCONOMISTES ont tenté de cerner les facteurs qui amènent les entreprises à investir dans des installations de production situées à l'étranger. La «théorie de l'internalisation» exposée en détail dans l'introduction du présent volume en fournit une explication. Cette théorie repose sur le principe que certains traits particuliers à chaque entreprise procurent des avantages concurrentiels. Elle s'applique normalement aux acquisitions horizontales, où les activités intérieures et extérieures de l'entreprise sont les mêmes. Ces traits particuliers peuvent être des actifs incorporels, par exemple des connaissances spécialisées, des compétences en commercialisation ou une qualité de gestion supérieure.

De tels éléments d'actif constituent en quelque sorte des biens publics dont l'entreprise peut se servir sans qu'il lui en coûte rien. Ces biens publics sont par ailleurs vulnérables aux aléas du marché. Dans le cas d'une innovation, des problèmes d'adaptation peuvent surgir. Ou encore, il peut s'agir d'un actif difficile à séparer ou à isoler des activités (par exemple, la réputation d'avoir des produits fiables, de qualité). Dans ce contexte, les investissements directs «...permettent d'exploiter ces actifs sur une très grande échelle tout en assurant leur internalisation au sein de l'entreprise»[16].

La théorie de la limitation des coûts de transaction fournit une autre explication économique des IDÉ. Elle est souvent retenue pour expliquer les IDÉ verticaux quand la transaction procure un actif corporel à la société mère (par exemple, une matière première représentant un intrant intermédiaire dans le processus de production). En vertu de cette théorie, la société mère doit pouvoir prévoir le prix, la disponibilité et la qualité du produit, ce qui l'amène à investir directement à l'étranger dans le but de limiter les coûts de transaction.

Quelle que soit la théorie retenue, ce qu'il convient de se demander, c'est pourquoi les sociétés mères choisissent les investissements directs à l'étranger plutôt qu'une autre voie. Parmi les autres solutions possibles figurent par exemple les contrats ou licences avec des entreprises locales, et l'exportation. La logique à laquelle obéissent les investissements à l'étranger se ramène essentiellement au raisonnement suivant:

— une entreprise possède certains actifs corporels et incorporels dont elle cherche à maximiser la valeur actuelle nette;

— la poursuite de cet objectif peut exiger une certaine diversification géographique de ces actifs;

— le transfert d'éléments d'actif entre filiales constitue le meilleur mode de diversification géographique.

L'entreprise examine donc les avantages et les coûts des investissements directs. À titre d'exemple, l'exploitation actifs incorporels tels des connaissances particulières en matière de production, de distribution et de commercialisation constitue un grand avantage, tout comme les prix de faveur, l'élimination des coûts de négociations bilatérales, le fait d'avoir un marché assuré, et l'établissement de prix de cession interne propres à réduire au minimum les impôts de l'entreprise. Les frais de communications et d'administration, et les risques que présentent la conjoncture politique et les fluctuations des taux de change, sont des exemples de coûts à envisager.

L'internalisation et la limitation des coûts de transaction sont donc privilégiées tant que l'entreprise peut compter sur des avantages supérieurs aux coûts. Selon John Dunning, les entreprises optent pour les IDÉ comme mode d'entrée «... principalement parce qu'elles ont l'impression qu'elles pourront ainsi jouir d'une meilleure rente économique ou mieux protéger leurs droits de propriété, ou que le contrôle exercé sur les ressources transférées pourrait permettre à la société mère de réaliser des gains externes à ceux de la filiale étrangère»[17].

## ENQUÊTE D'INVESTISSEMENT CANADA SUR LES FACTEURS DE MOTIVATION DES DIRIGEANTS D'ENTREPRISES CANADIENNES EFFECTUANT DES INVESTISSEMENTS DIRECTS À L'ÉTRANGER

AU PRINTEMPS DE 1989, Investissement Canada a mené une enquête auprès de 23 entreprises établies au Canada ayant effectué des investissements directs à l'étranger. Des interviews ont eu lieu avec des cadres supérieurs à partir d'un questionnaire préparé pour l'occasion[18]. Les entreprises privées retenues étaient toutes sous contrôle canadien.

Cette enquête s'ajoute à d'autres enquêtes déjà menées auprès d'entreprises canadiennes effectuant des IDÉ. Les questions sur les facteurs de motivation et les critères d'évaluation des réponses se rapprochent de ceux qu'ont retenus:

— Litvak et Maule, 1981 (cette enquête remontant à 1978 porte exclusivement sur 25 petites et moyennes entreprises manufacturières secondaires à vocation technique);
— Matheson, 1985 (l'échantillon sur lequel porte cette enquête compte une proportion élevée de très petites entreprises, 8 sur 18 ayant pour 1984 un chiffre d'affaires inférieur à 1 million de dollars); et
— Forget et Denis, 1985 (dans le cadre de cette enquête menée pour le compte de l'ancien ministère fédéral de l'Expansion industrielle régionale, un questionnaire avait été envoyé par la poste à des entreprises canadiennes ayant des succursales aux États-Unis)[19].

Par rapport à ces sondages antérieurs, l'enquête d'Investissement Canada comporte certaines caractéristiques distinctes. Les entreprises de taille relativement importante y sont mieux représentées, seulement cinq entreprises de l'échantillon ayant eu en 1988 un chiffre d'affaires inférieur à 100 millions de dollars[20]. De plus, contrairement aux autres enquêtes, celle-ci porte sur des sociétés qui effectuent des IDCÉ, quel qu'en soit le pays destinataire. Bien qu'il s'agisse des États-Unis dans la majorité des cas, plus des deux tiers des entreprises retenues avaient aussi des investissements dans d'autres régions du globe. Parallèlement à l'analyse des motivations influant sur les stratégies d'investissement des entreprises, l'enquête d'Investissement Canada a servi à recueillir diverses données économiques afin que l'on puisse disposer de certains chiffres concernant les entreprises et le caractère représentatif de l'échantillon.

**TABLEAU 12**

**RÉPARTITION DES ENTREPRISES AYANT DES IDÉ SELON LEUR CHIFFRE D'AFFAIRES, 1988**

| CHIFFRE D'AFFAIRES* (EN MILLIONS DE DOLLARS) | NBRE D'ENTREPRISES |
|---|---|
| Inférieur à 100 | 5 |
| 101 - 500 | 4 |
| 501 - 1 000 | 2 |
| 1 001 - 5 000 | 8 |
| supérieur à 5 000 | 4 |
| Total | 23 |

* À l'échelle mondiale.

## CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES RETENUES

**Chiffre d'affaires :** comme le montre le tableau 12, le chiffre d'affaires des 23 entreprises de l'échantillon varie considérablement. À l'échelle internationale, il s'échelonne de moins de 100 millions à plus de 5 milliards de dollars. Les critères de sélection appliqués dans le cadre de l'enquête ont en effet permis d'obtenir un échantillon généralement représentatif sans que la taille des entreprises entre en ligne de compte.

**Valeur des investissements directs à l'étranger:** pour 1988, la valeur globale des IDÉ des 23 entreprises se chiffre à 22,6 milliards de dollars. Cela correspond à environ 32 pour cent du stock total des IDCÉ, mais à plus de 37 pour cent des IDCÉ attribuables à des entreprises sous contrôle canadien. Signalons le degré élevé de concentration des IDÉ, trois des entreprises de l'échantillon étant à l'origine de tout près de 80 pour cent de leur valeur totale. Cette concentration coïncide avec les constatations de Gorecki (1990) et avec les données d'ADP sur les F et A.

**Destination des investissements:** bien qu'elles aient investi dans 45 pays, c'est d'abord aux États-Unis que les entreprises interrogées l'ont fait. En réalité, toutes comptent au moins un investissement dans ce pays. La Communauté européenne arrive au deuxième rang, le reste des investissements étant réparti entre l'Australie, le Japon, l'Indonésie, la Chine, Singapour, Hong Kong, la Malaisie, le Brésil et le Mexique, entre autres pays. Ce résultat est conforme aux constatations de Gorecki (1990) et aux données d'ADP sur les F et A.

**Sources de financement des investissements:** l'examen du tableau 13 révèle que les emprunts à l'étranger ont constitué la principale source de financement des investissements extérieurs des entreprises interrogées, plus de 57 pour cent des IDCÉ ayant été financés de cette manière. Étant donné

TABLEAU 13
SOURCES DE FINANCEMENT DES IDÉ DES ENTREPRISES INTERROGÉES

| SOURCE | POURCENTAGE DES IDÉ |
|---|---|
| Bénéfices réinvestis | 31,9 |
| Emprunts au Canada | 9,0 |
| Emprunts à l'étranger | 57,5 |
| Nouvelles actions (au Canada) | 1,5 |
| Nouvelles actions (à l'étranger) | *,* |
| Toutes | 99,9 |

*,* pourcentages trop faibles pour être chiffrés.

les écarts habituels des taux d'intérêt entre les États-Unis et le Canada, et entre le marché des eurodollars et le Canada, il apparaît évident que les entreprises subissent l'influence des taux d'intérêt. Parmi les autres modes de financement viennent ensuite le recours aux bénéfices non répartis (31,9 pour cent) et les emprunts au Canada (9 pour cent). D'après les données obtenues, le recours aux marchés financiers et aux bénéfices non répartis l'emporte nettement sur le recours aux marchés des actions. L'émission de nouvelles actions au Canada n'a en effet servi à financer que 1,5 pour cent des investissements, les émissions à l'étranger étant à toutes fins utiles inexistantes.

**Fiabilité de l'échantillon:** compte tenu du nombre limité d'entreprises sous contrôle canadien ayant des IDCÉ (1 113) et de la taille relativement petite de l'échantillon (23 entreprises), il n'est pas possible d'obtenir de résultats statistiques précis. Le fait que les données de l'enquête relatives à la valeur et à la destination des IDCÉ soient conformes aux données statistiques officielles permet néanmoins de considérer que l'échantillon est représentatif sur ces plans et acceptable en tant qu'échantillon pilote.

## Enquête sur les motivations

On a demandé à chacune des 23 sociétés constituant l'échantillon de donner une cote de 1 (sans importance) à 4 (très important) à 17 facteurs susceptibles d'avoir joué dans leur stratégie d'investissement à l'étranger. Dans le but d'établir des comparaisons entre différentes industries, les entreprises ont été réparties en quatre catégories s'excluant mutuellement, soit celles des richesses naturelles (5 entreprises), des industries manufacturières à coefficient élevé de R-D (5), des industries manufacturières à faible coefficient de R-D (8) et de la transformation (4). Des

**TABLEAU 14**

**CLASSEMENT* PAR ORDRE D'IMPORTANCE DES MOTIVATIONS INFLUANT SUR LES IDCÉ, PAR INDUSTRIE**

| | INDUSTRIE | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | SECTEUR MANUFACTURIER | | | |
| FACTEUR | RICHESSES NATURELLES | COEFFICIENT ÉLEVÉE DE R-D | FAIBLE COEFFICIENT DE R-D | TRAITEMENT | TOUTES |
| Besoin perçu d'expansion extérieure | 3,25 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 14,95 |
| Diversification des marchés/des produits | 2,75 | 3,4 | 3,5 | 2,5 | 12,15 |
| Barrières commerciales et frais de transport | 3,5 | 2,5 | 3,5 | 2,5 | 12,00 |
| Disponibilité de la main-d'oeuvre spécialisée | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 2,5 | 11,50 |
| Réglementation étrangère avantageuse | 3,5 | 2,4 | 2,6 | 3,0 | 11,50 |
| Régime fiscal et subventions à l'étranger | 3,4 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 11,10 |
| Financement possible à l'étranger | 3,25 | 2,5 | 2,9 | 2,0 | 10,65 |
| Financement facilité | 2,4 | 2,0 | 2,5 | 3,5 | 10,40 |
| Disponibilité des ressources | 4,0 | 1,7 | 2,4 | 2,0 | 10,10 |
| Disponibilité des compétences en gestion | 2,2 | 2,4 | 3,0 | 2,5 | 10,10 |
| Maintien/accroissement de la part du marché | 1,0 | 3,8 | 3,9 | 1,3 | 10,00 |
| Disponibilité de la technologie | 2,0 | 3,5 | 2,0 | 2,0 | 9,50 |
| Complément à l'exportation | 1,3 | 3,5 | 2,5 | 1,25 | 8,55 |
| Amélioration de la reconnaissance du produit | 1,0 | 2,8 | 2,6 | 2,25 | 8,65 |
| Intégration | 1,25 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 7,25 |
| Régime fiscal et règlements au Canada | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 5,60 |

* par cote (4 = très important; 3 = important; 2 = moyennement important; 1 = sans importance). Les chiffres correspondent à des cotes moyennes.
Dans la colonne «Toutes» apparaît le total des cotes des différentes industries.
Les résultats concernant les facteurs «régime fiscal au Canada» et «règlements au Canada» ont été regroupés, les cotes moyennes étant identiques et les plus faibles.

moyennes ont été établies à l'intérieur de chacune des catégories d'industries. L'addition des moyennes des différentes catégories a donné des résultats d'ensemble ne favorisant aucune industrie en particulier. Les résultats de l'enquête sont présentés au tableau 14 par ordre d'importance des différents facteurs.

Le besoin perçu d'expansion extérieure, la diversification des marchés ou des produits ainsi que les barrières commerciales et les frais de transport sont les facteurs jugés les plus importants. Viennent ensuite, par ordre d'importance: la disponibilité d'une main-d'oeuvre spécialisée et une réglementation étrangère avantageuse.

Ces facteurs se passent d'explication, sauf celui du besoin perçu d'expansion extérieure. Dans ce cas particulier, on a demandé aux personnes interrogées si les investissements de leur entreprise à l'étranger avaient été motivés par le besoin perçu de «mondialisation». Ce besoin était relié entre autres choses à la croissance rapide du commerce et des investissements mondiaux, à l'apparition de grands blocs commerciaux, à l'uniformisation des marchés, à la multiplication des alliances stratégiques et à l'émergence d'entreprises «mondiales».

Il convient d'examiner l'importance de ces facteurs à la lumière des forces d'«attraction» (pull) et de «répulsion» (push) dont parle Rugman[21]. Les facteurs d'attraction sont ceux qui encouragent les entreprises canadiennes à effectuer des investissements directs à l'étranger. Généralement extérieurs à l'entreprise, ils sont d'abord et avant tout liés à des caractéristiques du marché et de la politique publique dans le pays de destination. Par contraste, les facteurs de répulsion, eux aussi extérieurs à l'entreprise, tiennent à des caractéristiques du marché et de la politique publique au Canada. Ils sont perçus comme étant des facteurs négatifs (modifications de la politique publique, taux d'imposition élevés, conjoncture défavorable, etc.) propres à inciter les entreprises canadiennes à investir à l'étranger afin d'améliorer leur position concurrentielle.

Ainsi que Rugman le fait remarquer, cette distinction établie entre les facteurs d'attraction et de répulsion ne sert qu'à faire ressortir les éléments susceptibles d'influer sur les IDCÉ. En réalité, les deux catégories de facteurs sont interdépendantes et ont un caractère essentiellement relatif. Les décisions concernant les investissements sont prises par des dirigeants d'entreprise qui tiennent compte de tous les facteurs pris ensemble.

Si les deux facteurs qui viennent en tête sont inhérents à l'entreprise dans la mesure où ils font partie de la stratégie qui lui est propre, il est intéressant de noter que les trois facteurs classés à la suite constituent tous des facteurs d'attraction. Les barrières commerciales et les frais de transport liés à l'exportation vers des tiers marchés influent sur la décision de la direction d'investir à l'étranger. L'importance accordée à la disponibilité d'une

main-d'oeuvre spécialisée montre que le progrès technique et les besoins de main-d'oeuvre spécialisée que celui-ci crée jouent dans ce genre de décision. La prise en compte d'une réglementation plus avantageuse à l'étranger révèle que les entreprises raisonnent dans le cadre d'un marché mondial. En résumé, l'importance accordée à ces facteurs montre que les dirigeants d'entreprise canadiens sont influencés par leurs perceptions concernant les marchés et les politiques publiques dans le pays de destination de leurs investissements.

Viennent ensuite, par ordre d'importance, les taux d'imposition avantageux et les subventions à l'étranger, et la possibilité d'y obtenir un financement. Il s'agit encore là de facteurs d'attraction, dont l'influence se fait cependant un peu moins sentir. Dans ce cas-ci, la distinction entre l'attraction et la répulsion n'est pas tranchée, les perceptions relatives de la conjoncture au Canada et à l'étranger entrant de toute évidence en ligne de compte.

Il convient par ailleurs de noter que les facteurs financiers se classent globalement aux septième et huitième rangs. Quand on sait que plus de 57 pour cent des IDCÉ, selon les indications fournies par les personnes interrogées, ont été financés par des emprunts contractés à l'étranger, il aurait été normal que ces facteurs obtiennent un meilleur classement. On peut donc penser que la voie choisie pour réaliser un investissement a beaucoup moins d'importance que la nature proprement dite de l'investissement et les facteurs inhérents au marché.

Autre fait intéressant à signaler, parmi les facteurs les plus mal notés se retrouvent le besoin de compléter les exportations (au quatorzième rang), l'intégration amont-aval ainsi que le régime fiscal et les règlements au Canada (qui se partagent le quinzième et dernier rang). Compte tenu de l'importance que les analystes de l'organisation industrielle attachent à l'intégration verticale, le piètre classement des facteurs liés à l'intégration est plutôt étonnant.

Les dirigeants d'entreprise interrogés assignent la cote la plus faible aux facteurs de «répulsion» que représentent les taux d'imposition et les règlements environnementaux au Canada. Compte tenu des commentaires formulés récemment dans le monde des affaires et dans la presse au sujet des répercussions négatives des politiques et programmes canadiens sur la position concurrentielle nationale, on aurait pu s'attendre à ce que ces facteurs retiennent bien davantage l'attention, même au printemps de 1989.

Il est néanmoins difficile de déduire de l'enquête que les facteurs de répulsion n'ont pas d'importance. Encore une fois, étant donné le caractère interdépendant et relatif des facteurs dits d'attraction et de répulsion, il est difficile de tirer des conclusions bien arrêtées. Il ne fait aucun doute que les difficultés inhérentes aux marchés intérieurs jouent dans la déci-

TABLEAU 15

COMPARAISON DES RÉSULTATS D'ENQUÊTES SUR LES MOTIVATIONS INFLUANT SUR LES IDCÉ

| ENQUÊTE | INVESTISSEMENT CANADA | MATHESON | LITVAK ET MAULE |
|---|---|---|---|
| Année | 1989 | 1985 | 1978 |
| Taille de l'échantillon | 23 | 18 | 25 |
| Facteurs | Besoin d'expansion extérieure | Barrières commerciales | Accroissement de la part de marché |
| | Diversification des marchés/ des produits | Exploitation de débouchés étrangers | Croissance plus rapide des ventes à l'étranger |
| | Barrières commerciales et frais de transport | Accès aux matières premières | Barrières commerciales et frais de transport |
| | Disponibilité d'une main-d'oeuvre spécialisée | Renforcement des structures existantes | Diversification des marchés/des produits |
| | Réglementation étrangère avantageuse | Diversification de l'entreprise | Adaptation aux besoins de la clientèle |

1. Matheson, "Canadian Investment Abroad", dans Rugman (1987)
2. Litvak et Maule, "The Canadian Multinationals", (1981)

sion de certaines entreprises canadiennes de faire des acquisitions à l'étranger. Le cas de Dominion Textile, exposé à l'annexe A, l'illustre bien.

Les résultats de l'enquête d'Investissement Canada correspondent dans une large mesure aux constatations de Matheson ainsi que de Litvak et Maule. Une comparaison sommaire des résultats des trois enquêtes est présentée au tableau 15. L'importance accordée à la «diversification des marchés ou des produits» de même qu'aux «barrières commerciales et frais de transport» dans les trois enquêtes y est confirmée. Classé au premier rang dans l'enquête d'Investissement Canada, le facteur du «besoin perçu d'expansion extérieure» ne figurait pas expressément dans les enquêtes antérieures. Le piètre classement des facteurs de répulsion concorde également de façon générale avec les résultats obtenus par Litvak et Maule, par Matheson et par Forget et Denis[22].

L'enquête d'Investissement Canada donne par ailleurs sensiblement les mêmes résultats que d'autres enquêtes internationales. Par exemple,dans une enquête menée auprès d'entreprises européennes qui effectuent des acquisitions à l'étranger, les facteurs de «pénétration d'un nouveau marché» et de «diversification des marchés ou des produits» viennent en tête[23]. Une enquête moins récente menée par le Groupe des trente auprès d'entreprises américaines et européennes montre également l'importance relative de certains facteurs d'attraction dont l'«accès au marché», les

«barrières commerciales» et l'«intégration des opérations étrangères aux investissements existants»[24].

## CONCLUSIONS

NOUS VENONS DE CERNER DIVERSES TENDANCES et différentes motivations des acquisitions canadiennes à l'étranger à partir de données, de théories et de résultats d'enquête. Nous abordons maintenant certaines questions relatives au fondement économique des IDÉ, avant de proposer de nouveaux champs de recherche.

### FONDEMENT ÉCONOMIQUE

Nous avons déjà analysé brièvement le fondement économique — les théories de l'internalisation et de la limitation des coûts de transaction — des investissements directs à l'étranger. Il s'agissait d'expliquer la simple logique de ces investissements sans tenter d'établir de lien entre ces théories et le comportement réel des entreprises, le caractère limité des données disponibles ne permettant aucune forme d'analyse rigoureuse (une analyse de régression, par exemple).

Certaines constatations ont néanmoins un rapport avec les théories exposées précédemment.

— La théorie de l'internalisation laisse supposer que les investissements horizontaux, effectués dans l'industrie où oeuvre déjà l'investisseur, se fondent habituellement sur un quelconque actif incorporel. Si cette théorie est valable, il serait normal que les expansions horizontales soient nettement privilégiées. Or la domination des acquisitions horizontales dans les F et A transfrontalières et les IDCÉ est révélatrice à cet égard (voir le tableau 9).
— Selon la théorie de l'internalisation, une entreprise conserve ses éléments d'actif à l'intérieur de ses structures quand il s'avère trop coûteux ou trop difficile d'en sortir. Citons à titre d'exemple le cas d'une entreprise du secteur des services, dont les éléments d'actif ne peuvent normalement être exportés ou, pour utiliser un autre terme, isolés. Les chiffres concernant les F et A confirment cette théorie, le secteur des services (dont les services financiers) comptant pour 41 pour cent des acquisitions canadiennes à l'étranger classées par industrie (voir le tableau 9).
— D'après la théorie relative aux coûts de transaction, l'entreprise qui cherche à réduire ces coûts au minimum privilégiera des investissements dans une filiale en propriété exclusive. À cet égard, l'enquête

d'Investissement Canada révèle que tout près de la moitié des entreprises constituant l'échantillon ont effectué tous leurs investissements dans ce genre de filiales.

## RECHERCHES PROPOSÉES

IL RESTE ENCORE BEAUCOUP DE CHEMIN à faire pour bien saisir les tendances et motivations caractérisant les acquisitions canadiennes à l'étranger. Un certain nombre de points qui demeurent obscurs pourraient utilement faire l'objet de nouvelles recherches.

Premièrement, nous avons remarqué que les données concernant les F et A comportent certaines lacunes. Ce genre de problème qui n'a rien d'exceptionnel, nous le répétons, se présente couramment quand il est question de F et A, et plus particulièrement d'acquisitions transfrontalières. Compte tenu de l'augmentation récente de la fréquence et de la valeur des acquisitions extérieures des entreprises canadiennes, il s'impose de toute urgence que des mesures concrètes soient prises afin de créer une base de données plus complète sur les F et A. Dans cette perspective, il va de soi que les organismes publics et privés concernés devront collaborer et mettre leurs ressources en commun.

Deuxièmement, nous avons parlé de certaines hypothèses concernant les petits pays et du fait que le Canada compte une proportion relativement élevée de petites entreprises qui investissent à l'étranger. Certaines observations viennent à l'appui de ces hypothèses. Il conviendrait cependant de procéder à une recherche plus rigoureuse se rapprochant des travaux effectués par Swedenborg et Dunning pour la Suède et le Royaume-Uni respectivement. Ce genre de recherche ne peut être entrepris que si la base de données est améliorée.

Troisièmement, nous avons montré que, parmi les entreprises comptant au moins quatre acquisitions à l'étranger, celles du secteur de l'impression et de l'édition dominent. D'autres observateurs ont jugé que le Canada est comparativement désavantagé dans ce secteur. Il y aurait lieu de vérifier par des tests rigoureux le corollaire qui en découle, suivant lequel les entreprises ont tendance à investir dans les secteurs où le pays d'origine est comparativement désavantagé.

Quatrièmement, il faut déplorer le manque particulier de données concernant les F et A canadiennes dans les pays autres que les États-Unis. La répartition géographique des acquisitions canadiennes doit faire l'objet de recherches plus poussées. Cette nécessité s'impose d'autant plus que les décideurs canadiens considèrent souvent que la diversification géographique des investissements est souhaitable, particulièrement face aux incidences de la création de mégablocs commerciaux au sein de la Triade (formée de

la CE, de l'Amérique du Nord et des pays du Pacifique). À cet égard, l'enquête d'Investissement Canada révèle que certaines entreprises ne font d'acquisitions qu'aux États-Unis et en Europe, en bonne partie parce qu'elles misent sur une certaine communauté de valeurs culturelles et d'objectifs de société. Le cas de Bombardier illustre bien ce fait (voir l'annexe A). De nouvelles enquêtes pourraient viser à établir jusqu'à quel point cette opinion est répandue parmi les sociétés canadiennes qui investissent à l'étranger, et s'il s'agit d'une conséquence de la perception de faiblesses du marché attribuable à un manque d'information.

Enfin, ni l'enquête d'Investissement Canada ni les enquêtes antérieures n'établissent de lien direct entre les théories de l'internalisation et des coûts de transaction et les motivations des dirigeants d'entreprise. De nouvelles recherches le permettraient peut-être. Quoi qu'il en soit, Investissement Canada pourrait envisager de mener à intervalles convenables une enquête conçue de façon à obtenir une série chronologique et des données transversales propres à permettre des vérifications plus rigoureuses.

## ANNEXE A

### Études de cas

L'expérience de quatre sociétés canadiennes ayant effectué des acquisitions à l'étranger est décrite ci-après. Les cas étudiés sont typiques. Dans la mesure du possible, les motivations et objectifs de chacune des entreprises dans ses investissements directs à l'étranger sont analysés.

Deux de ces sociétés, Bombardier et Northern Telecom, se trouvent à la fine pointe du progrès technologique dans leurs domaines respectifs. Ajoutons qu'elles oeuvrent dans des secteurs — le transport ferroviaire-aérien et les communications — considérés comme étant des industries «mondiales». Ces deux entreprises canadiennes qui connaissent la réussite s'appliquent de façon générale à suivre une stratégie d'expansion extérieure qui privilégie certains types d'acquisitions dans leurs créneaux respectifs.

Les deux autres sociétés retenues, Dominion Textile et Campeau, représentent des industries plus traditionnelles — les textiles et le commerce de détail ainsi que l'immobilier. Leurs investissements directs n'ont pas toujours donné les résultats escomptés. Aux prises avec un ralentissement de ses marchés intérieurs, Dominion Textile est parvenue à accroître sa production à l'étranger et à y occuper une part plus importante du marché. Par contre, les incursions de Campeau dans le secteur du commerce au détail aux États-Unis se sont révélées catastrophiques, du moins à moyen terme.

Dans chacun des cas, la présentation sommaire des activités de l'entreprise et des étapes de son évolution est suivie d'une énumération de ses investissements et acquisitions à l'étranger. Les études de cas se terminent par un exposé général des motivations et objectifs des sociétés en question. En ce qui concerne Bombardier, Northern Telecom et Dominion Textile, la présentation de la stratégie de l'entreprise se fonde sur les témoignages recueillis auprès de cadres supérieurs (dans le cadre de l'enquête réalisée par Investissement Canada en 1989).

## PREMIER CAS: BOMBARDIER

Bombardier s'occupe de la conception, de la fabrication et de la distribution de quatre grandes catégories de produits — matériel de transport en commun, produits destinés à l'aviation civile, produits aéronautiques militaires et produits motorisés destinés au grand public. L'entreprise a son siège à Montréal et possède des usines au Canada, aux États-Unis, en Autriche, en Belgique, en Finlande, en France, en Suède et au Royaume-Uni. Constituée en société en 1902 sous le nom de Locomotive and Machine Company of Montreal Limited, elle a adopté la désignation Bombardier Inc. en juin 1978. L'actionnaire majoritaire, les Entreprises J. Armand Bombardier Ltée, possède 67 pour cent des actions avec droit de vote. De 1,4 milliard de dollars en 1989, le chiffre d'affaires de l'entreprise a grimpé au-dessus des 2 milliards à la fin de l'exercice 1990. En mai 1990, la société comptait 22 500 employés dans le monde.

### Investissements et acquisitions à l'étranger

— C'est en Autriche, dans les années 1960, que l'entreprise effectue son premier investissement à l'étranger, dans Bombardier-Rotax GmbH.
— En février 1984, Bombardier fait l'acquisition d'Alco Power Inc. d'Auburn, New York (devenue aujourd'hui Auburn Technology Inc.) pour une somme légèrement inférieure à 31 millions de dollars. L'entreprise acquise fabrique des pièces de moteur diesel.
— En avril 1986, la société acquiert 45 pour cent des actions de BN constructions ferroviaires et métalliques, un fabricant belge de matériel roulant ferroviaire et de matériel de transport en commun. En 1988, elle porte sa participation à plus de 90 pour cent.
— En février 1989, l'acquisition par Bombardier des installations de construction de véhicules à traction de Universal Go-Tract Ltée de Pointe-Claire (Québec) entraîne indirectement l'acquisition de la filiale américaine de cette société, Universal Go-Tract, en Georgie.

— Bombardier est détenteur de 50 pour cent des actions de Scanhold Oy Co. de Finlande.
— En octobre 1989, la société acquiert Short Brothers PLC de Belfast, en Irlande du Nord, pour 58,2 millions de dollars.
— En décembre 1989, Bombardier achète au prix d'environ 22 millions de dollars ANF-Industrie, le deuxième constructeur français de matériel ferroviaire en importance.
— En avril 1990, elle achète l'actif et les activités de la Learjet Corporation de Wichita, au Kansas, pour 86,4 millions de dollars US.
— En octobre 1990, Bombardier se porte acquéreur de Procor Engineering Ltd., une entreprise britannique qui construit des coques de voitures de chemins de fer et de locomotives.
— Consciente du caractère limité de ses ressources et de sa petite taille selon les normes internationales, la société conclut aussi des alliances stratégiques par l'entremise de ses nouvelles filiales. Par exemple, en matière de production de systèmes de surveillance, elle établit un partenariat stratégique avec la société allemande Dornier GmbH, et dans le domaine des transports en commun, elle entretient des relations stratégiques avec la Générale électrique du Canada inc. et le groupe franco-britannique GEC Alsthom.

**Motivations et objectifs de l'entreprise** Depuis quelques années, Bombardier poursuit deux grands objectifs: l'expansion et l'internationalisation de ses activités, ainsi que le regroupement et l'élargissement de sa base industrielle et technologique.

Ses dirigeants estiment que l'entreprise doit atteindre une certaine masse critique afin d'être en mesure d'affirmer sa présence dans les créneaux de son choix. Cette masse critique doit permettre à Bombardier de réaliser les économies nécessaires d'échelle et de gamme. Les acquisitions d'entreprises existantes sont privilégiées par rapport aux investissements en installations entièrement nouvelles. Grâce au nom établi et au réseau de distribution de l'entreprise acquise, la société jouit immédiatement d'une présence importante sur le marché. L'acquisition d'installations existantes a en outre l'avantage d'éviter que l'industrie ne se retrouve avec une capacité excédentaire.

Dans la planification de ses acquisitions, Bombardier s'intéresse d'abord aux industries comptant un nombre restreint de participants et dont l'entrée présente peu d'obstacles réels. Ses dirigeants s'attachent par ailleurs à assurer une certaine complémentarité de ses connaissances techniques et de ses compétences en matière de production et de distribution. C'est ce qui explique pourquoi toutes les acquisitions de la société à l'étranger sont de type horizontal. Dans cette perspective, la concordance ou la complémen-

tarité des produits revêtent évidemment une importance primordiale. L'acquisition de Short Brothers illustre bien cette stratégie. Bombardier s'occupait de la conception et de la mise au point d'un avion de transport régional à réaction; Short Brothers oeuvrait dans le même domaine. En s'en portant acquéreur, Bombardier a été en mesure de profiter de la mise en commun des ressources des deux entreprises tout en éliminant un concurrent éventuel.

Ses dirigeants l'ont confirmé, la société a délibérément choisi d'investir aux États-Unis et en Europe. Il semble que la communauté des valeurs culturelles et des objectifs d'entreprise présente chez nos voisins et en Europe de l'Ouest compte beaucoup aux yeux des membres de la direction. Afin de ne pas s'exposer à des risques financiers et à d'éventuelles fluctuations des taux de change, Bombardier se tient délibérément à l'écart des marchés du Tiers monde en matière d'investissements directs. Le Canada, les États-Unis et l'Europe demeureront probablement ses principaux marchés. L'Amérique du Nord, en particulier, est perçue comme offrant le plus de débouchés pour les jets d'affaire, les appareils militaires, les produits de défense du domaine de l'aérospatiale, les motoneiges et les engins de plaisance propulsés par jet. L'Europe de l'Ouest devrait quant à elle demeurer le marché de l'industrie du transport ferroviaire dont la croissance est le plus rapide.

## Deuxième cas: Northern Telecom

À l'échelle mondiale, Northern Telecom (NorTel) est le plus important fournisseur de systèmes de télécommunications numériques intégrales. Sa création remonte à 1882. Au moment de l'obtention de sa charte en 1914, la société, qui s'appelait à l'époque Northern Electric Ltd., était la propriété de Bell Canada et de Western Electric Co., qui détenaient respectivement 50 et 44 pour cent des actions. En 1964, avec l'acquisition de Western Electric Co., la société est devenue une filiale en propriété exclusive de Bell Canada. Aujourd'hui, les Entreprises Bell Canada sont l'actionnaire majoritaire (avec 53 pour cent des actions) de NorTel, dont le siège se trouve à Mississauga. La société NorTel détient elle-même 70 pour cent des actions de sa filiale, les Recherches Bell-Northern Ltée. Pour l'exercice terminé en 1990, l'actif mondial de Northern Telecom s'élevait à 6,8 milliards de dollars US, son chiffre d'affaires à 6,8 milliards et son bénéfice net à 376 millions. La société comptait tout près de 48 000 employés dans le monde. Elle réalise ses activités dans plus de 70 pays et possède 40 usines au Canada, en Australie, en Chine, en Irlande, en Malaisie et aux États-Unis.

## Investissements et acquisitions à l'étranger

— Le premier investissement important de NorTel à l'étranger remonte à 1967, année de l'établissement en Turquie de NETAS-Northern Electric TeleKomunikayson A.S. dans laquelle NorTel est partenaire de plein droit avec l'administration turque des postes, du téléphone et du télégraphe.
— 1971 marque la création de Northern Telecom Inc. aux États-Unis.
— En 1973, Northern Telecom (Irlande) se lance dans la fabrication de matériel et d'appareils téléphoniques destinés aux pays de la CE.
— En 1976, la société fait l'acquisition de Cook Electric Co. et de Telecommunication System of America Inc., aux États-Unis.
— À partir de 1976, plusieurs acquisitions ont lieu aux États-Unis, dont les suivantes: Intersil Inc. (un fabricant californien de semi-conducteurs); Data 100 Corp. (un fabricant de terminaux informatiques du Minnesota); Danray Inc. (un fabricant de matériel de commutation en télécommucations du Texas); Syncor Inc. (au Michigan); Eastern Data Industries; et Spectron Inc.
— En 1983 sont créées Northern Telecom Japon et Northern Telecom PLC (R.-U.), de même que le laboratoire des Recherches Bell-Northern au Royaume-Uni.
— En 1987, NorTel paie 730 millions de dollars US pour porter de 3 à 27,5 pour cent sa participation dans STC PLC du Royaume-Uni (une entreprise polyvalente de pièces d'équipement électronique qui fabrique du matériel de télécommunications et d'information). En novembre 1990, la société annonce son intention d'acheter 2,6 milliards de dollars les 73 pour cent restants d'actions.
— En 1989, Northern Telecom Meridian S.A. est créée à Paris.
— NorTel participe par ailleurs à un certain nombre d'alliances stratégiques avec notamment de grandes entreprises de technologie de l'information dont Wang, Digital Equipment, NCR, Apple et Hewlett Packard.

**Motivations et objectifs de l'entreprise** Aux yeux de ses dirigeants, NorTel est un chef de file mondial dans l'industrie des télécommunications. Cette industrie subit présentement des changements en profondeur. Encore dominée par les géants AT&T, Alcatel, Siemens, NEC, Fujitsu, Ericsson et NorTel, elle ne devrait plus compter que quatre ou cinq grands d'ici la fin du siècle. Le principal objectif de NorTel consiste à se retrouver parmi ces quatre ou cinq entreprises mondiales qui auront réussi à se démarquer. Dans cette perspective, la société entend porter son chiffre d'affaires à 30 milliards de dollars US d'ici la fin de la décennie.

Pour les dirigeants de NorTel, le matériel de télécommunications constitue la force de l'entreprise, qui doit accroître ses compétences en se consacrant sans relâche à la R-D. Dans les années 1980, NorTel a bien tenté de diversifier ses activités en s'aventurant dans le secteur des réseaux informatiques, mais sans succès. Des investissements stratégiques dans ce secteur demeurent néanmoins une possibilité à envisager (voir précédemment).

Dans le but de rendre l'entreprise plus compétitive sur le plan mondial, ses dirigeants estiment que NorTel pourrait avoir intérêt à réduire la concentration actuelle de ses activités sur le marché nord-américain pour se doter plutôt d'installations de production et de distribution dans d'autres régions stratégiques du globe, notamment en Europe et dans la zone du Pacifique.

## Troisième cas: Dominion Textile

Dominion Textile (DomTex) est un important fabricant et distributeur de matières textiles et de produits connexes. Constituée en société en 1922, l'entreprise dont le siège se trouve à Montréal possède quelque 70 succursales et filiales. Cette société à capital largement réparti compte environ 30 000 actionnaires. Elle est spécialisée dans les fils, le denim, les tissus d'habillement, les produits de consommation, les produits industriels et les tissus de fibres techniques. DomTex exploite 42 usines au Canada, aux États-Unis, en Europe, en Amérique du Sud, en Afrique du Nord et en Extrême-Orient. Pour l'exercice 1990, ses ventes se sont chiffrées à 1,44 milliard de dollars. En juin 1990, son effectif était de 10 500 employés.

### Investissements et acquisitions à l'étranger

— Jusqu'en 1975, DomTex est une entreprise strictement canadienne ne possédant encore aucune usine à l'étranger. Cette année-là, elle réussit la prise de contrôle hostile de la société américaine DHJ Industries, au coût de 9,2 millions de dollars US. DHJ sera par la suite regroupée avec Facemate Corporation sous le contrôle de DomTex.

— Parmi les autres acquisitions de DomTex aux États-Unis figurent: Erwin Mills Inc. (208 millions de dollars US), Wayn-Tex Inc. (136 millions de dollars US), Mirafi Inc., Howard Cotton Company et la division des fibres industrielles d'Uniroyal Goodrich Tire (80 millions de dollars US, dans le cadre d'une coentreprise).

— En Europe, DomTex a des succursales en France, en Irlande, en Allemagne, en Grande-Bretagne, en Italie, en Espagne et en Suisse. En 1988, la société acquiert 51 pour cent des actions de Nordlys S.A. de

France, dont elle prendra le contrôle exclusif en 1990. Dom'Tex a également acheté la compagnie française Faing S.A. en 1989.

— En Extrême-Orient, DomTex possède à Hong Kong une usine exploitée par DHJ (Hong Kong) Ltd., sa filiale en propriété exclusive. Elle dispose également d'une installation de distribution à Singapour - DHJ Industries Distribution (Singapour) Ltd.

— DomTex possède aussi, entre autres choses, des compagnies de production et de distribution au Maroc (DHJ Industries Maroc S.A.), en Colombie (Entrellas DHJ LTDA) et au Brésil (Entrellas DHJ S.A.).

**Motivations et objectifs de l'entreprise** Dans sa stratégie globale, DomTex se montre résolument tournée vers l'extérieur. Le fait qu'elle se trouve dans un secteur industriel traditionnel ne lui laisse pas beaucoup de marge de manoeuvre pour prendre de l'expansion au Canada, ce qu'ont confirmé ses dirigeants. Ceux-ci ont par ailleurs tenu à signaler que l'entreprise est vulnérable aux éventuels effets négatifs de la nouvelle libéralisation susceptible de découler des modifications de l'Arrangement multifibres et de l'Uruguay Round en cours. DomTex a fait connaître son intention de prendre les mesures qui s'imposent face aux pressions créées par la mondialisation des marchés, des produits et de la clientèle, de même que par la création de blocs commerciaux. Son appartenance à une industrie traditionnelle l'oblige à faire preuve de souplesse et d'originalité en termes de croissance et de restructuration.

Afin de demeurer compétitive et de profiter d'économies d'échelle et de gamme, DomTex a privilégié l'expansion géographique de ses installations et la diversification de ses produits. Selon ses dirigeants, elle s'est prioritairement attachée à se donner les moyens d'assurer sa croissance permanente. Ses acquisitions aux États-Unis lui fournissent une base solide à partir de laquelle elle peut planifier son avenir. Par ailleurs, toujours d'après ses dirigeants, les installations de DomTex au Maroc lui ouvrent le marché lucratif de la Communauté européenne, ce pays d'Afrique du Nord jouissant de privilèges d'exportation de produits textiles vers la CE dans le cadre de l'Accord de Lomé. Ces mêmes dirigeants ont aussi noté que l'usine de Hong Kong est particulièrement bien placée pour desservir les marchés florissants de la région du Pacifique.

## QUATRIÈME CAS: CAMPEAU

La Corporation Campeau est propriétaire et promoteur immobilier au Canada et aux États-Unis. C'est aussi une société de portefeuille qui détient des participations dans des établissements de commerce au détail (magasins à rayons et supermarchés) aux États-Unis. Constitué de centres commer-

ciaux, d'immeubles à bureaux et d'immeubles polyvalents, l'actif immobilier de la société se concentre essentiellement en Ontario et au Québec de même que dans les Etats américains du Massachusetts, de Washington et de Californie. Les établissements de vente au détail de Campeau se trouvent exclusivement aux États-Unis. À la fin de 1990, Robert Campeau et sa famille détenaient la totalité des actions privilégiées subordonnées convertibles et 54 pour cent des actions ordinaires de la société. Un autre groupe de 12 pour cent d'actions ordinaires appartient à Olympia & York Developments. À la fin de l'exercice terminé en janvier 1990, le chiffre d'affaires de la Corporation Campeau s'élevait à 10,44 milliards de dollars US, contre 8,67 milliards l'année précédente. Cette augmentation du chiffre d'affaires n'a cependant pas été suffisante pour couvrir les dépenses de fonctionnement et le service de la dette de la société. Le 15 janvier 1990, les grands magasins Allied et Federated, les deux filiales américaines de Campeau, ont déclaré faillite.

## Investissements et acquisitions à l'étranger

— La première acquisition importante de Campeau à l'étranger remonte à l'automne de 1986. La société acquiert alors Allied Stores Corporation aux États-Unis, qu'elle paie 3,6 milliards de dollars US. Les frais de financement et de transaction font grimper le coût de l'opération à 4,4 milliards. Il s'agit d'une acquisition à degré élevé d'endettement financée par l'intermédiaire d'un consortium dirigé par Citibank, par un financement provisoire de la First Boston et par une émission d'actions de 300 millions de dollars US dont la moitié est achetée par Edward J. DeBartolo Corp. Avant cette acquisition, Campeau n'a pas eu beaucoup d'activités à l'étranger dans l'immobilier.

— Pendant l'année 1987, Campeau vend 1 milliard de dollars US 16 des divisions les plus petites d'Allied afin de payer ses dettes à court terme. Parmi les divisions cédées figurent les chaînes Block's, Cain-Sloan, Dey's, Herpolsheimer's, Miller & Rhoads, Pomeroy's, Bonwit Teller et Garfinckel's. Campeau conserve les grandes divisions bien connues dont Brooks Brothers, Jordan Marsh, Stern's, Maas Brothers, The Bon et Ann Taylor's.

— La même année, Campeau se départit aussi de biens immobiliers dans le sud de la Californie, là encore dans le but de s'acquitter d'une partie de ses dettes. L'opération lui rapporte 110 millions de dollars US.

— Au début de 1988, Campeau entame un long processus de prise de contrôle hostile de Federated Department Stores Inc., qui occupe la cinquième place dans le commerce au détail aux États-Unis. La transaction est conclue le 1er avril au coût de 6,7 milliards de dollars US. Comme l'acquisition d'Allied, celle de Federated comporte un fort

degré d'endettement, une bonne partie du financement provenant d'emprunts à court terme sur les biens de Federated.

— En 1988, dans le cadre du plan de réorganisation de Federated, Campeau vend au prix global de 2,6 milliards de dollars US quatre divisions — I. Magnin, Bullocks/Bullocks Wilshire, Foley's et Filene's. La même année, la société vend aussi Brooks Brothers de la chaîne Allied à Marks & Spencer PLC de Grande-Bretagne, pour 750 millions de dollars US.

— À la fin de 1988, après de nouvelles cessions par Campeau, Federated ne compte plus que les divisions suivantes: Bloomingdale's, Lazarus, Rich's, Goldsmith's, Abraham & Straus, Burdines et Ralph's[25].

— Le 15 janvier 1990, quand les grands magasins Allied et Federated déclarent faillite, Campeau Corporation (U.S.) prend le nom de Federated Stores Inc. et évince Robert Campeau du poste de président-directeur général.

**Motivations et objectifs de l'entreprise** Les acquisitions de Campeau dans le secteur du commerce de détail représentent l'archétype des opérations financées par emprunt si courantes aux États-Unis du milieu à la fin des années 1980. La société a eu recours à des achats à fort coefficient d'endettement pour prendre pied dans l'important secteur du commerce de détail aux États-Unis. Un lourd endettement, essentiellement sous forme d'obligations de pacotille financées à des taux d'intérêt très élevés, a obligé l'entreprise à surexploiter ses ressources financières, ce qui aura fini par la mener à la faillite.

Ces acquisitions semblent avoir été motivées par deux grands facteurs : le besoin de diversification hors de l'immobilier au Canada, un secteur exposé à des baisses cycliques; et des espoirs de synergie grâce à l'alliance de chaînes de magasins de détail bien établies et de projets de promotion immobilière aux États-Unis.

Campeau avait déjà tenté sans succès de diversifier ses activités au Canada. Par exemple, sa tentative de devenir actionnaire majoritaire de Bushnell Communications Limited en 1974 avait échoué, le Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes s'étant opposé à la vente. En 1980, une nouvelle tentative d'acquérir une participation majoritaire, cette fois-ci dans Royal Trustco, n'avait pas non plus porté fruit. On peut penser que ces échecs au Canada ont amené Campeau à se tourner vers les États-Unis.

Les synergies attendues entre les activités de vente au détail de Campeau et ses opérations immobilières ne se sont jamais vraiment réalisées. C'est néanmoins la poursuite de cet objectif qui a essentiellement poussé Campeau à conclure d'abord des alliances avec Edward J. DeBartolo

Corporation, puis des ententes avec Olympia & York, le géant de l'immobilier dont le siège se trouve à Toronto. Tant qu'elle l'a pu en 1989 et au début de 1990, la société s'est servie de ces alliances pour payer des frais de remboursement de plus en plus élevés et pour se procurer un financement provisoire.

## ANNEXE B

### BASES DE DONNÉES SUR LES F ET A TRANSFRONTALIÈRES

### Base de données d'ADP sur les acquisitions canadiennes à l'étranger

La base de données sur les acquisitions canadiennes à l'étranger qui constitue la principale source d'information utilisée dans le cadre de la présente étude provient de la société Automatic Data Processing (ADP). Établie à New York et à Ann Arbor (Michigan), cette société privée de consultants se spécialise dans la collecte de données sur les fusions et les acquisitions. Micromedia Ltd., KPMG Peat Marwick Thorne et le Business Sales and Acquisitions Digest (voir plus loin) sont les autres sources dont les auteurs avaient envisagé de se servir. La base de données d'ADP l'a emporté sur les autres parce que l'information y est plus complète en ce qui concerne le nombre de transactions, la longueur de la série chronologique, la classification industrielle des transactions et l'importance de la couverture des acquisitions transfrontalières.

#### Base de données d'ADP

**Série chronologique:** de 1979 à septembre 1990
**Sources d'information:** Les médias en général, notamment *Mergers & Acquisitions*, le *Wall Street Journal*, différents journaux nationaux et locaux et certaines revues financières.
**Contenu des données:**
— nom et classification industrielle de l'acquéreur canadien
— nom et classification industrielle de l'entreprise acquise à l'étranger
— date de la transaction
— emplacement (pays) de l'entreprise acquise
— état de la transaction
  - conclue
  - à l'étude
  - infructueuse
— valeur de la transaction

— nature de la transaction
  • acquisition de la totalité des actions
  • acquisition d'une participation majoritaire
  • acquisition d'une participation minoritaire d'au moins 20 pour cent des actions
  • accroissement de la participation

**Particularités:**
— La valeur des transactions n'est pas toujours connue.
— Les données concernant les acquisitions dans d'autres pays que les États-unis ne remontent qu'à 1987.

## AUTRES BASES DE DONNÉES SUR LES F ET A

### Micromedia Limited, Toronto

À l'été de 1990, Micromedia a pris la relève de Venture Economics Canada à la publication de *Mergers & Acquisitions in Canada* (édition mensuelle et annuelle), qui constitue aujourd'hui une source d'information publique de première importance sur les F et A au Canada. Grâce à son accès à Dialog, le spécialiste américain de l'analyse des sources d'information publique, Micromedia est en mesure de renseigner ses lecteurs sur les acquisitions que les entreprises canadiennes effectuent à l'étranger — surtout aux États-Unis.

### KPMG Peat Marwick Thorne, Toronto

Cette société (qui porte le nom de KPMG Poissant Thibault Peat Marwick Thorne à Montréal) est la succursale canadienne du cabinet international KPMG d'experts-conseils en F et A et en comptabilité, dont le siège se trouve aux Pays-Bas. Parue pour la première fois en novembre 1988, sa publication, *Deal Watch*, ne traite que d'acquisitions transfrontalières. L'information publiée provient essentiellement d'autres publications et du réseau international de spécialistes des F et A que possède la société.

### Business Sales and Acquisitions Digest, Toronto

Ce bulletin publié par l'Institut canadien des comptables agréés traite de certaines transactions de F et A. Les données les moins récentes remontent à 1988.

**Registre des fusionnements, Bureau de la politique de concurrence, Consommation et Corporations Canada**

Les F et A au pays et à l'étranger dont parle la presse des affaires sont inscrites dans ce registre. En principe, une distinction est établie entre les transactions effectivement conclues et celles qui sont annoncées. Seules sont retenues les transactions conférant le contrôle effectif ou reconnu de l'entreprise acquise.

## NOTES

1. Il convient de noter que les stocks sont indiqués en valeur comptable et non en valeur au marché ou en valeur de remplacement. Toutes choses égales par ailleurs, les investissements les plus récents auront une valeur plus élevée. Étant donné qu'une bonne partie des IDÉ remontent plus loin que les IDCÉ, l'écart entre la valeur des IDÉ et celle des IDCÉ est probablement plus important que ne l'indiquent les chiffres. Le rapport entre les IDCÉ et les IDÉ figurant au tableau 1 est donc vraisemblablement faussé à l'avantage des IDCÉ.
2. C'est ce que confirment les investissements étrangers fructueux de grandes sociétés transnationales de la Suède (SKF, Electrolux, Volvo, Alfa-Laval, ASEA, Atlas-Copco, Ericsson) des Pays-Bas (Phillips, Unilever, Royal Dutch Shell) et de la Suisse (Ciba-Geigy, Sandoz, Nestlé).
3. Swedenborg dans Dunning (1985).
4. CNUST (1988), p. 37. Petite s'entend d'une entreprise dont le chiffre d'affaires est inférieur à 18,4 millions de dollars US (ou à 25 millions de dollars canadiens).
5. Voir l'annexe B. Ailleurs dans ces pages, Halpern et Mintz se servent de données sur les F et A provenant de KPMG.
6. Quand l'accent est mis sur le nombre de transactions, celles-ci ont toutes la même importance. Quand c'est la valeur qui compte, l'analyste peut prendre en considération l'importance relative de chacune des transactions.
7. En fait, il est question dans les données d'ADP de 379 «parties» ayant fait des acquisitions à l'étranger. Les entreprises nommément désignées y sont au nombre de 347, auxquelles s'ajoutent 15 investisseurs multiples comprenant plusieurs entreprises, et 17 parties privées non nommées.
8. Voilà pourquoi il se révèle difficile d'établir des comparaisons entre les données d'ADP et les résultats de Gorecki. Cependant, étant donné

l'impossibilité de faire d'autres comparaisons, il a été jugé utile de se reporter la plupart du temps aux constatations de Gorecki.

9. À l'époque de ses acquisitions à l'étranger, Memotec faisait encore partie de la catégorie des petites et moyennes entreprises. Après l'acquisition de Teleglobe Canada sur le marché intérieur, cette société s'est retrouvée avec une base de revenus qui lui a donné l'envergure d'une grande entreprise.
10. Une bonne partie des acquisitions de Thompson ont consisté en journaux de petites localités aux États-Unis.
11. Signalons qu'à la fin des années 1980, bon nombre de grandes banques canadiennes qui avaient jusque-là jugé bon d'asseoir leur présence en Europe ont mis fin à une bonne partie de leurs activités dans cette région du monde. C'est ainsi que la Banque royale a choisi de se retirer de l'Allemagne, de la Belgique et de la France.
12. Définies comme ayant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 100 millions de dollars. Cette définition diffère de celle du CNUST et s'écarte de la règle généralement appliquée par Statistique Canada. Ce seuil concorde néanmoins avec les critères retenus dans le cadre de l'enquête d'Investissement Canada. Quoi qu'il en soit, il a été jugé que ces seuils sont généralement établis de façon arbitraire.
13. L'acquisition est horizontale quand la filiale oeuvre dans le même secteur d'activité que l'acquéreur. Elle est verticale quand l'activité de la filiale se situe en aval ou en amont de l'industrie d'origine de l'acquéreur. On parle de conglomérat quand le secteur d'activité de la filiale n'a aucun lien avec l'industrie d'origine de l'acquéreur.
14. Gorecki (1990) a constaté que les alliances stratégiques représentaient 39 pour cent de la valeur du stock des IDCÉ au Japon. Ce pourcentage est le plus élevé parmi les pays industrialisés, et il l'est quatre fois plus qu'aux États-Unis et au Canada. Pour Gorecki, l'actionnaire doit être détenteur de plus de 10 pour cent et de moins de 50 pour cent des droits de vote pour qu'on puisse parler de participation minoritaire. En fait, nombre de sociétés canadiennes dont Alcan, Cominco et MacMillan Bloedel sont présentes au Japon depuis de nombreuses années dans le cadre de coentreprises et en tant qu'actionnaires minoritaires.
15. Pour en savoir davantage sur l'internalisation, les actifs incorporels et les coûts de transaction au regard des IDÉ, voir Gorecki (1990), pp. 7-13. La théorie de l'internalisation est énoncée dans Coase (1937), Hymer (1960, 1976), Caves (1971), McManus (1972), Williamson (1975), Buckley et Casson (1976), Rugman (1981) et Caves (1982), entre autres auteurs.
16. Morck et Young (1990).

17. Dunning (1985). Signalons que ce calcul de l'avantage net ne fait pas toujours entrer pleinement en ligne de compte les coûts sociaux que pourraient représenter, par exemple, toute perte d'un avantage concurrentiel et le fardeau de l'adaptation structurelle dans le pays d'origine. D'après Dunning, c'est dans les industries de pointe à coefficient élevé de connaissances que l'écart pourrait être le plus grand entre les intérêts privés et les intérêts sociaux à l'égard des IDÉ.
18. Zulfi Sadeque et Geoff Nimmo, d'Investissement Canada, ont fait les interviews.
19. Une présentation sommaire des résultats de ces trois enquêtes et des conclusions d'une analyse des IDCÉ effectuée dans l'État de New York par Prem Gandhi (1984) figure dans Rugman (1987).
20. L'échantillon comprenait 7 des 20 grandes multinationales industrielles canadiennes désignées par Rugman (1987). En fait, aucune des entreprises y figurant ne provenait du secteur des services.
21. Rugman (1987), p. 11.
22. Forget et Denis constatent que la politique fiscale canadienne est un des facteurs qui poussent les entreprises canadiennes du secteur pétrolier et de celui des services financiers à investir aux États-Unis, ce qui en fait un facteur de «répulsion». Rugman (1987) note aussi que l'attitude des syndicats, la législation du travail et les coûts unitaires de main-d'oeuvre au Canada expliquent en partie pourquoi les petites entreprises canadiennes ont tendance à se tourner vers les États-Unis.
23. Centre for Business Study, London Business School (1990).
24. Groupe des trente (1984).
25. Au moment de la vente, Federated était propriétaire de 669 magasins à rayons et autres établissements de vente au détail, et son chiffre d'affaires pour 1987 s'élevait à 11 milliards de dollars US.

## Remerciements

Le présent document a été préparé à l'intention du *Centre for International Studies* et dans le cadre de l'étude d'Investissement Canada sur la mondialisation des sociétés au moyen des fusions et des acquisitions. Les auteurs remercient Randall Morck, Barry J. Olivella, Len Naverman et David Husband, qui ont bien voulu les conseiller.

## Bibliographie

Auerbach, Alan J. (s.l.d.). *Mergers and Acquisitions,* National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 1987.

_____, (s.l.d.)., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences,* National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 1988.

Bartlett, Christopher, *Managing Across Borders: The Transnational Solution,* Cambridge, MA, Harvard Business School Press, 1989.

Brozen, Yale, *Concentration, Mergers, and Public Policy,* Londres, Macmillan, 1982.

Buckley, Peter J. et Mark Casson, *The Future of the Multinational Enterprise,* Londres, Macmillan, 1976.

Caves, Richard E., *Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight,* Harvard Institute of Economic Research, document de travail n° 1405, 1988.

_____, *Multinational Enterprise and Economic Analysis,* Cambridge, Cambridge University Press, 1983.

_____, «International Corporations: The Industrial Economics of Foreign Investment», *Economica* 38, 1971, pp. 1-27.

Centre for Business Study, *Continental Mergers are Different,* Londres, London Business School, 1990.

Clark, John J., *Business Merger and Acquisition Strategies,* Englewood Cliffs, NJ, Prentice- Hall Inc., 1985.

Coase, Ronald H., «The Nature of the Firm», *Economica,* 1937, pp. 386-405.

D'Cruz, Joseph R. et James D. Fleck, *Canada Can Compete,* Montréal, Institut de recherches politiques, 1985.

Dunning, John H. (s.l.d.), *Multinational Enterprise, Economic Structure and International Competitiveness,* Chichester et New York, John Wiley & Sons, 1985.

Eden, Lorraine, «Les multinationales et le nouvel environnement commercial et technologique: les répercussions au Canada» dans *Investissement étranger, technologie et croissance économique,* Donald McFetridge (s.l.d.), Calgary: University of Calgary Press, 1991.

Eckbo, B. Espen, «The Market for Corporate Control: Policy Issues and Capital Market Evidence» dans *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada,* R.S. Khemani, D.M. Shapiro et W.T. Stanbury (s.l.d.), Halifax, Institut de recherches politiques, 1988.

Forget, Claude A. et Daniel Denis, *Canadian Foreign Investment in the United States: Reasons and Consequences,* ministère de l'Expansion économique régionale, Ottawa, 1985.

Gandhi, Prem, *Foreign Direct Investment and Regional Development: The Case of Canadian Investment in New York State,* Université de l'État de New York à Plattsburgh, polycopié, 1984.

Gorecki, Paul, *Tendances des investissements directs canadiens à l'étranger,* Statistique Canada, Direction des études analytiques, n° 33, 1990.

Graham, Edward M. et Paul R. Krugman, *Foreign Direct Investment into the United States,* Washington, DC, Institute for International Economics, 1989.

Groupe des trente, *Foreign Direct Investment 1973-87,* New York, 1984.

Hymer, Stephen, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment,* Cambridge, MA, MIT Press, 1976.

Investissement Canada, *Business Implications of Globalization,* Document de travail n° 1990-V, 1990.

Litvak, Isaiah A., *Canadian Cases in International Business,* Toronto, McGraw-Hill Ryerson Ltd., 1984.

Litvak, Isaiah A. et C.J. Maule, *The Canadian Multinationals,* Toronto, Butterworths, 1981.

Matthews, Roy A., *Structural Change and Industrial Policy,* document préparé à l'intention du Conseil économique du Canada, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1985.

McManus, John, «The Theory of the International Firm» dans *The Multinational Firm and the Nation State,* G. Paquet (s.l.d.), Toronto, Collier-Macmillan, 1972.

Morck, Randall et Bernard Young, *Internalization and Managers' Interests: An Event Study Test,* Edmonton, Institute for Financial Research, Faculty of Business, University of Alberta, 1990.

Niosi, Jorge, *Canadian Multinationals,* Toronto, Between the Lines, 1985.

Porter, Michael, «From Competitive Advantage to Corporate Strategy», dans *Competition in Global Industries,* M. Porter (s.l.d.), Cambridge, MA, Harvard Business School Press, 1986.

Richards, C.F.J., *Canadian Direct Investment Position Abroad: Trends and Recent Developments,* Statistique Canada, polycopié, 1985.

Rugman, Alan M., *International Diversification and Multinational Enterprise,* Lexington, 1979.

_____, «New Theories of the Multinational Enterprise: An Assessment of Internalization Theory», *Bulletin of Economic Research* 38:2, 1986.

_____, *Outward Bound: Canadian Direct Investments in the United States,* Toronto, McGraw-Hill Ryerson, 1987.

_____, «Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Re-Appraisal of the Literature», Literatur, *Weltwirtschaftliches Archiv Bd.* CXIV, 1980.

Tarasofsky, A., *Corporate Mergers and Acquisitions: Evidence on Profitability,* Ottawa, Conseil économique du Canada, polycopié, 1990.

Tolchin, Martin et Susan, *Buying into America,* New York, Times Books, 1988.

Centre des Nations Unies sur les sociétés transnationales, *The Process of Transnationalization and Transnational Mergers,* Serie A, n° 8, New York, 1989.

_____, *Transnational Corporations in World Development: Trends and Prospects,* New York, 1988.

Wallace, Cynthia Day, *Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise: A Bibliography,* Dordrecht, Martinus Nijhoff Publishers, 1988.

Williamson, Oliver E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organizations,* New York, Free Press/Macmillan, 1975.

*Alan M. Rugman*
*Faculté d'administration,*
*Université de Toronto*

et

*Leonard Waverman*
*Centre d'études internationales,*
*Université de Toronto*

3

# Propriété étrangère et stratégie d'entreprise

## INTRODUCTION

CETTE ÉTUDE ARTICLE TRAITE DES FUSIONS ET ACQUISITIONS ÉTRANGÈRES, ainsi que des entreprises établies par des étrangers au Canada de 1974 à 1990. Les données sur ces acquisitions étrangères au Canada sont interprétées dans une perspective de stratégie d'entreprise et de compétitivité internationale. Comme point de comparaison, nous avons utilisé, entre autres théories, le principe de l'«internalisation» des acquisitions multinationales et l'ouvrage de Porter (1990) sur la compétitivité des nations. Un autre texte du présent volume, «Sociétés multinationales étrangères et fusions au Canada», de Baldwin & Caves, porte sur la conduite de toutes les multinationales étrangères de 1970 à 1979.

Nous utilisons les données sur le nombre et la nature des acquisitions étrangères, ainsi que sur les entreprises établies au Canada de 1974 à 1990 pour déceler les changements survenus dans la politique de réglementation avant et après la mise sur pied d'Investissement Canada en 1985. À partir des données fournies par l'AEIE — l'Agence d'examen de l'investissement étranger — et l'organisme qui lui a succédé, Investissement Canada, nous distinguons par ailleurs trois types de secteurs, soit ceux des ressources, de la fabrication et des services. Nous combinons aussi toutes les prises de contrôle étrangères réalisées au Canada, de 1974 à 1990, par l'un des blocs de la Triade, c'est-à-dire les États-Unis, la CE et le Japon. Nous retenons également les catégories «Autres pays européens» et «Autres pays».

C'est à partir de la théorie moderne de la multinationale que nous interprétons les données et les conséquences de la première section et que nous réinterprétons le modèle de compétitivité internationale mis au

point par Porter (1990). Nous mettons l'accent sur l'analyse, au niveau de l'entreprise, des stratégies des principales multinationales, étrangères ou canadiennes, par rapport à un modèle conceptuel type du pouvoir exercé par la Triade et de la concurrence mondiale (voir Rugman et Verbeke, 1990).

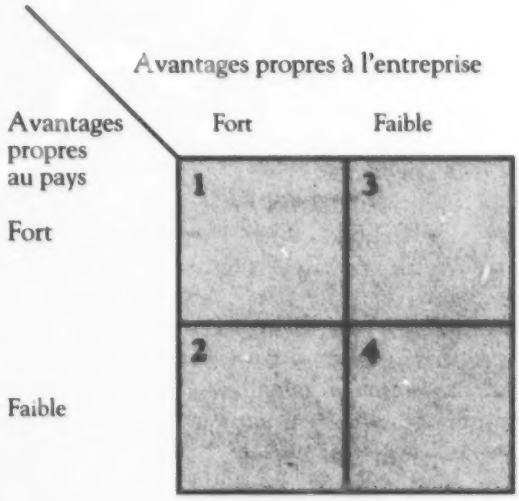
## Perspectives théoriques

On peut réinterpréter le modèle de l'internalisation ou des coûts de transaction (voir Rugman, 1980 et Caves, 1982) en intégrant, dans un cadre matriciel, les concepts des avantages propres au pays et des avantages propres à l'entreprise. Les premiers incluent les ressources naturelles et d'autres facteurs environnementaux, ainsi que les ressources «créées», tels le capital humain et l'infrastructure sociale; ces ressources sont généralement liées à un endroit et propres au pays concerné. Ils peuvent être considérés comme les facteurs d'avantage comparatif de la nation. Les seconds sont les connaissances qui appartiennent en propre à la multinationale et qui peuvent dépendre des forces de l'entreprise en matière de technologie, de gestion ou de commercialisation. Ils représentent les atouts ou lacunes de l'entreprise par rapport à ses concurrents. Dans le diagramme 1, l'axe vertical correspond aux avantages propres au pays, et l'axe horizontal, aux avantages propres à l'entreprise. Certains éléments de ce cadre ressemblent à ceux du modèle de Porter (1990), tandis que d'autres en diffèrent, comme nous le verrons plus loin.

Nous posons comme hypothèse que les avantages propres au pays constituent des paramètres exogènes. Puisqu'ils comprennent les ressources naturelles et créées du Canada, ses caractéristiques de marché et la nature de ses politiques gouvernementales, l'axe vertical traduit également des aspects de la compétitivité internationale, surtout dans la mesure où les gouvernements peuvent tenter de modifier les avantages propres au pays au moyen de la politique industrielle et de la politique commerciale stratégique. En principe, nous croyons qu'il sera extrêmement difficile pour le gouvernement de réaliser un changement durable quant à l'avantage comparatif dont jouit le Canada en matière de produits manufacturés axés sur les ressources. Notre analyse théorique des ressources diffère de celle de Porter (1990), puisque, contrairement à ce dernier, nous incluons la valeur ajoutée à la fabrication et à la commercialisation parmi les avantages propres à l'entreprise dans le secteur primaire.

Dans ce qui suit, nous faisons le lien entre l'examen théorique des avantages propres au pays, réels ou potentiels, et les avantages propres aux entreprises dans trois grands secteurs, soit ceux des ressources, de la fabrication et des services. Nous mettons ensuite en rapport ce travail portant

DIAGRAMME 1
MATRICE DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL




sur les avantages propres au pays et aux entreprises et les données sur la propriété étrangère des industries canadiennes. À l'aide de tests simples, nous cherchons à déterminer s'il y a une différence significative entre les blocs de la Triade, quant aux caractéristiques de propriété dans les secteurs industriels, et s'il en existe une également entre la période qui précède et celle qui suit la création d'Investissement Canada, en juin 1985.

On a déjà constaté l'absence de différences décelables, quant aux avantages propres à l'entreprise, entre les sociétés étrangères et les sociétés canadiennes; voir à ce sujet Rugman (1980, 1981 et 1990); ce dernier s'est inspiré de Safarian (1968) qui, au moyen de données antérieures, a constaté des résultats semblables en matière d'exportations et de recherche, mais non d'importations. Shapiro (1980) en arrive à des conclusions semblables. Ce phénomène s'explique par le fait que la propriété du capital est moins importante que son rendement. De nos jours, les entre-

prises canadiennes ont aussi facilement accès aux capitaux et à la technologie que les entreprises étrangères, de sorte que leur participation aux secteurs des services, de la fabrication et des ressources est à peu près égale.

Dans le même sens, Baldwin et Caves (1990) (que nous appelons par la suite BC) utilisent un cadre analytique traditionnel pour examiner les acquisitions (étrangères et nationales). Ils commencent par présenter la théorie du marché du contrôle des entreprises, selon laquelle l'acquéreur est en mesure de mieux utiliser l'actif contrôlé par les dirigeants de la société achetée. Selon la conception de l'investissement direct étranger vu sous l'angle de l'internalisation (Caves, 1982), l'acquéreur étranger a certains frais généraux et actifs incorporels (marque de commerce, recherche-développement, capacité de commercialisation) indivisibles qui peuvent être appliqués à plusieurs pays et qui lui permettent de présenter, pour l'actif de la société à acheter, une offre plus intéressante que celle des entrepreneurs locaux. BC soutiennent que ce marché pour le contrôle des entreprises peut être nuisible si les achats sont effectués pour obtenir un certain pouvoir sur le marché ou pour assouvir la soif de pouvoir des dirigeants du conglomérat acheteur. Cette explication de l'investissement direct étranger qui fait appel à l'internalisation entraîne certaines hypothèses vérifiables. Les types d'acquisition que font les groupes acquéreurs traduisent-ils la spécificité de l'actif de la région d'origine? Y a-t-il des différences entre l'acquisition et l'investissement dans de nouvelles installations? Les acquisitions sont-elles fonction du regroupement des biens dans une industrie? Sont-elles fonction du degré auquel l'investisseur exploite des usines multiples dans son pays d'origine? (Ces deux dernières questions ne sont pas étudiées dans le présent texte).

BC font également ressortir les conséquences de la théorie de l'internalisation sur le plan de la gestion et avancent que l'efficacité de l'utilisation des actifs est fonction de la capacité des dirigeants d'exploiter les rentes. Cette capacité est un type d'avantage propre à l'entreprise. Elle est liée à la connaissance qu'ont les dirigeants de la langue, de la culture, de la politique et des traditions du pays (p. 7). Autrement dit, l'avantage propre au pays d'origine est internalisé et devient un avantage propre à l'entreprise. Ceci permet de dégager une autre hypothèse vérifiable. Les prises de contrôle étrangères dans divers secteurs canadiens (avantages propres à l'entreprise) concordent-elles avec cette notion de «similitude» par rapport aux avantages propres au pays? Si oui, on devrait trouver une plus forte concentration d'acquéreurs de pays non anglophones (les entreprises japonaises dont le siège social est au Japon, par exemple) dans le domaine des ressources que dans celui des services. Pour vérifier cette hypothèse, nous allons utiliser nos données sur la nature interactive des avantages propres au pays et des

avantages propres à l'entreprise, et en particulier, nos vérifications à l'échelle de la Triade, en fonction des principales catégories d'industries.

La théorie de l'internalisation et l'analyse des avantages propres à l'entreprise et des avantages propres au pays sont pertinentes dans la mesure où elles aident à expliquer la controverse entourant la propriété étrangère dans l'économie canadienne. Selon des nationalistes économiques comme Watkins (1978), le Canada est encore une colonie économique des États-Unis, puisque le degré en apparence poussé de propriété étrangère limite la souveraineté politique du Canada et donne lieu à une économie inefficace de succursale. Cependant, cette opinion ne tient pas compte du fait que la propriété et le contrôle américains ont diminué au Canada et que les multinationales canadiennes semblent maintenant en mesure de soutenir la concurrence à l'échelle internationale (Rugman et McIlveen, 1985). L'économie canadienne, de façon générale, s'est mondialisée et est devenue beaucoup plus intégrée à celle des États-Unis, en particulier (voir Crookell, 1990).

Beaucoup de Canadiens croient encore que le prix d'une forte intégration économique est une souveraineté réduite. Il est pourtant possible pour le Canada d'être efficace sur le plan économique, en raison d'un degré poussé de mondialisation et d'intégration, tout en étant indépendant, grâce à des institutions politiques qui assurent une forte souveraineté. On trouvera des éléments de preuve à ce sujet dans D'Cruz et Fleck (1985) et Rugman et D'Cruz (1990).

## Le modèle de la compétitivité internationale de Porter

Dans son ouvrage intitulé *The Competitive Advantage of Nations*, Michael Porter propose une théorie «non traditionnelle» de l'investissement direct étranger. Selon lui, essentiellement, l'investissement direct à l'étranger constitue une source d'avantages par rapport à la concurrence, tandis que l'investissement direct de l'étranger, qui est généralisé et non passif, «n'est pas tout à fait sain» (p. 671), puisque les filiales étrangères sont importatrices et donc source d'un désavantage par rapport à la concurrence (p. 18). Cette théorie est tout à fait opposée à celle de Reich (1990), qui considère l'investissement direct étranger est une source d'avantages par rapport à la concurrence pour le pays d'accueil (par exemple, les États-Unis).

Le modèle de Porter (1990) se fonde sur quatre déterminants endogènes et deux variables exogènes, soit le hasard et le gouvernement. Il y a, dans le champ de l'avantage par rapport aux concurrents, des interactions,

dont le type et la qualité varient, entre d'une part les quatre déterminants et les deux variables externes et d'autre part la nature de la compétitivité internationale d'un pays. Pour une nation donnée, les quatre déterminants «façonnent l'environnement dans lequel les entreprises locales se livrent concurrence et favorisent ou empêchent la création de conditions concurrentielles» (p. 71). Ces quatre déterminants sont les suivants:

1. Les conditions des facteurs: les facteurs de production du pays, y compris les ressources naturelles et les facteurs créés, comme l'infrastructure et la main-d'oeuvre spécialisée.
2. Les conditions de la demande: la nature de la demande nationale de produits ou services.
3. Les industries connexes et de soutien: la présence ou l'absence de fournisseurs et d'industries connexes qui sont eux-mêmes compétitifs à l'échelle internationale.
4. La stratégie et la structure des entreprises et la rivalité entre elles: la rivalité des entreprises à l'échelle nationale et les conditions qui régissent la création, l'organisation et la gestion des sociétés.

Ces déterminants ne sont ni nouveaux ni inattendus, et tous ont déjà fait l'objet de discussions approfondies dans des études portant sur la compétitivité internationale au Canada. Il existe notamment au Canada une abondance de travaux dans lesquels on a tenté de modéliser ces déterminants à l'aide de la théorie de l'organisation industrielle. En fait, la nature des tarifs et de la concentration industrielle au Canada a suscité l'élaboration de théories comme celles de Eastman et Stykolt (1967), qui portent sur les conditions d'établissement des prix et de rendement des entreprises de fabrication canadiennes et étrangères, en situation de protection tarifaire et de forte concentration. De plus, les études sur la nature de la concurrence entre les entreprises au Canada traduisent sans doute mieux la réalité de la propriété étrangère que celles portant sur la plupart des autres économies, surtout celles sur les États-Unis (voir Daly, 1989; Rugman, 1990; et Fuss et Waverman, 1991).

Les deux forces externes, le hasard et le gouvernement, présentent des contrastes intéressants. Le gouvernement joue évidemment un rôle critique pour ce qui est de l'avantage concurrentiel du pays d'origine. Il peut par exemple utiliser les tarifs douaniers comme barrière directe à l'importation, pénalisant ainsi les entreprises étrangères, ou il peut utiliser les subventions comme moyen indirect de pénaliser les entreprises étrangères. Dans les deux cas, les entreprises «nationales» bénéficient d'avantages concurrentiels à court terme. Toutefois, Rugman et Verbeke (1990) ont élaboré des modèles selon lesquels des mesures discriminatoires de ce genre de la part du gouvernement peuvent entraîner la

création d'un «abri» pour les entreprises nationales, dans le sens où elles empêchent le développement d'avantages concurrentiels durables (à long terme). Il y a, par contre, très peu d'études qui portent sur l'aspect «hasard». Elles consistent principalement en études effectuées par les économistes qui soumettent un modèle à des «chocs», tels les crises du pétrole de l'OPEP, afin de prédire des réactions globales. Porter, pour sa part, désigne par ce terme des événements telles les guerres.

Dans la mesure où Porter fait voir les liens propres à l'entreprise entre les quatre déterminants et les deux facteurs externes, son modèle est utile et permet éventuellement de faire certaines prédictions. Il faut également se réjouir de ses recommandations de restreindre la nature de la politique industrielle et commerciale stratégique du gouvernement, ainsi que d'ouvrir les marchés et de n'appliquer aucune restriction arbitraire à l'investissement étranger.

Pour rendre le modèle opérationnel, Porter constitue 16 grappes industrielles et applique le modèle à huit pays, soit l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, le Japon, la Corée du Sud, la Suède, la Suisse, le Royaume-Uni et les États-Unis. Le Danemark et Singapour figurent également sur la liste (p. 282), mais ne sont pas étudiés dans le livre. Les 16 grappes industrielles comprennent quatre grappes «en amont», six grappes correspondant aux industries et aux activités de soutien, et six grappes correspondant à la consommation finale de biens et services. Les quatre grappes en amont incluent les matériaux et les métaux, les produits forestiers, le pétrole et les produits chimiques, ainsi que les semi-conducteurs et les ordinateurs. Les six grappes d'industries et d'activités de soutien incluent l'entreprise multiple, les transports, le secteur énergétique, les services de bureau, les télécommunications et la défense. Les six grappes industrielles de consommation finale comprennent les aliments et boissons, les textiles et vêtements, le logement et les articles ménagers, les soins de santé, les soins personnels et les spectacles et loisirs.

Enfin, Porter décrit les quatre étapes de l'«évolution de l'avantage concurrentiel des nations», soit l'avantage concurrentiel dû aux facteurs, à l'investissement, à l'innovation et à la richesse (p. 546). Cette dernière étape est liée à un déclin de la compétitivité internationale. Porter signale à plusieurs reprises dans son ouvrage que le Canada stagne à la première étape, parce qu'il dépend de ses industries primaires (p. 548).

## OPINIONS DE PORTER SUR L'INVESTISSEMENT DIRECT ÉTRANGER

À NOTRE AVIS, L'ANALYSE DE PORTER traduit une compréhension imparfaite de la nature de l'investissement direct à l'étranger et de

l'étranger. La technologie et les capitaux étrangers ont considérablement amélioré les atouts du Canada. Soixante-dix pour cent du commerce canadien passe entre les mains de 50 multinationales, dont la moitié sont de propriété étrangère (voir Rugman, 1990). La méthode qu'utilise Porter permet uniquement de faire un examen des exportations et des investissements directs des industries canadiennes à l'étranger. Pourtant, l'investissement direct de l'étranger au Canada est égal à celui du Canada à l'extérieur, et les importations des filiales de sociétés étrangères sont égales à leurs exportations. En fait, le Canada jouit d'un léger excédent au chapitre du commerce intrasociétés, si l'on prend la somme des entreprises américaines au Canada et des sociétés canadiennes aux États-Unis (voir Rugman, 1990). Cette constatation indique que les entreprises étrangères jouent un rôle tout aussi important que les sociétés canadiennes.

Les entreprises étrangères au Canada ne sont pas simplement des reproductions en miniature de leur société mère et elles ne doivent pas leur existence seulement aux barrières artificielles tels les tarifs. Porter soutient qu'on exerce un certain «jugement» pour examiner le caractère concurrentiel et l'autonomie gestionnelle des filiales étrangères (p. 25), mais il ne précise pas comment ce jugement s'exerce; il enchaîne en disant que ce jugement ne s'applique pas aux «filiales de production des compagnies étrangères» (p. 25). Il élimine ainsi toute une dimension de la contribution des filiales étrangères au développement du secteur manufacturier au Canada.

Nous critiquons la méthode de Porter principalement parce qu'elle ne traduit pas la nécessité de modéliser correctement l'activité multinationale dans le contexte canadien lorsqu'on veut définir et mettre en oeuvre la politique publique en la matière. Il faut, pour cela, avoir une connaissance approfondie de la théorie des coûts de transaction de l'entreprise multinationale, ainsi qu'une solide connaissance empirique et pratique du comportement réel des multinationales au Canada.

Afin d'intégrer le rôle vital de l'activité multinationale et de surmonter certaines des lacunes que présente le cadre de Porter, Dunning (1990) a repris une partie de celui-ci. Il fait de l'activité multinationale une troisième variable exogène venant s'ajouter aux deux variables exogènes proposées par Porter, soit le hasard et le gouvernement. Cette idée est ingénieuse, mais pose en elle-même de nouveaux problèmes, surtout dans le contexte canadien. L'activité économique des multinationales au Canada est si importante qu'on peut difficilement lui attribuer le même rang que celui du hasard. Par contre, le rôle du gouvernement au Canada n'est pas sans conséquences.

Si l'on accepte l'hypothèse de base de Dunning, c'est-à-dire que la multinationalité est absente du modèle de Porter, où doit-on situer ce

facteur? L'endroit le plus logique est peut-être le déterminant appelé «stratégie, structure et rivalité des entreprises». Dans une certaine mesure, Porter tente déjà d'y inclure la notion de multinationalité, surtout lorsqu'il traite des industries «mondiales». Pourtant, son graphique en losange est également censé expliquer les industries multinationales intérieures. Or, il semble contradictoire que le même déterminant de rivalité inclue la multinationalité dans le cas des industries mondiales, mais qu'il l'exclue dans le cas des industries multinationales intérieures. Ce manque de logique explique peut-être pourquoi Dunning étend la multinationalité également aux quatre déterminants du losange, tout comme le hasard et le gouvernement.

Dunning (1990) a peut-être tout à fait raison lorsqu'il dit,

> ... quant à leur compétitivité selon la configuration du losange ailleurs que dans leur pays d'origine, ce qui pourrait par contrecoup influer sur la compétitivité du pays d'origine (p. 11).

Dunning donne l'exemple de Nestlé, qui réalise 95 pour cent de son chiffre d'affaires à l'extérieur de la Suisse; le losange suisse de l'avantage concurrentiel est donc moins important que celui des pays étrangers pour ce qui est de déterminer la contribution de Nestlé à l'économie de son pays d'origine. Si cette observation vaut pour la Suisse, elle vaut aussi pour le Canada. Presque toutes les grandes sociétés multinationales du Canada dépendent de leurs ventes aux États-Unis et à d'autres marchés de la Triade (voir Rugman et McIlveen, 1985). En fait, on pourrait dire que le losange américain est probablement plus important que le losange du Canada pour les multinationales canadiennes, puisqu'en moyenne plus de 70 pour cent des ventes américaines se font au Canada. L'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis renforce d'ailleurs cette situation. Toutefois, le fait que le losange canadien soit jugé sans importance affaiblit quelque peu la démarche de Porter.

Selon Reich (1990), le losange du pays d'accueil est un aspect crucial de l'investissement direct étranger. Dans une étude récente, Rugman et D'Cruz (1991) élaborent un modèle où figure un «losange nord-américain», qui sert à expliquer la compétitivité internationale du Canada.

Nous pouvons examiner plusieurs des hypothèses de Porter en étudiant l'investissement direct étranger par région, agrégé en plusieurs de ses grappes industrielles. Selon Porter, par exemple, l'investissement direct de l'étranger dans le secteur des ressources est déterminé par les facteurs et augmente la dépendance par rapport aux ressources naturelles (ce qui, d'après Porter, est moins souhaitable que la fabrication en amont). Or les données révèlent que l'investissement direct de l'étranger dans le secteur

des ressources est en fait restreint. Bien qu'il vienne en grande partie des États-Unis, cet investissement consiste surtout en des acquisitions, et non en de nouvelles entreprises (d'après le nombre de transactions). Les acquisitions n'augmentent pas nécessairement la dépendance, puisqu'il s'agit de transferts d'actifs. Bien que les entreprises américaines aient été la principale source d'investissements étrangers dans le domaine des ressources, la CE a aussi été la source d'une part étonnante d'investissements. Les nouvelles entreprises japonaises ont constitué une part importante des transactions d'envergure (c.-à-d. de plus de 5 millions de dollars). En outre, comme nous le verrons plus loin, plus de 50 pour cent des acquisitions et près de 70 pour cent des nouveaux projets ont été effectués dans le secteur des services. Les Japonais ont investi proportionnellement plus dans le secteur des services que les autres acheteurs. Jouissent-ils donc d'un avantage comparatif, en termes du losange du pays d'origine, dans le domaine des services? Cela ne semble pas être le cas, puisqu'ils ont acheté surtout des petites entreprises de commerce de gros. Bref, le caractère de l'investissement direct de l'étranger est complexe et dépend de nombre de facteurs, y compris de l'avantage comparatif du pays d'origine et de bien d'autres influences. Les modes d'acquisition, pour chacun des blocs de la Triade, sont donc assez semblables, ce qui traduit l'importance du losange canadien, et non celui du pays d'origine, pour déterminer l'investissement direct étranger au Canada.

## Données empiriques sur les acquisitions

Nous commençons par un aperçu des figures 1 et 2, qui présentent les données fournies par Investissement Canada sur toutes les acquisitions étrangères de sociétés canadiennes effectuées entre 1974 et 1990. Aucune distinction n'est faite, dans les données, entre les acquisitions directes et indirectes, et les chiffres correspondent au nombre d'acquisitions, indépendamment de leur valeur. Il importe, à ce stade-ci, de faire deux mises en garde. Premièrement, toute analyse de cas survenus pendant cette période laisse pour compte les autres facteurs qui peuvent avoir un effet sur les acquisitions, soit les facteurs macroéconomiques et les facteurs spécifiques tels que le Programme énergétique national de 1980. Deuxièmement, nous ne pouvons pas tenir compte des acquisitions qui n'ont pas été signalées en raison du climat réglementaire; les données ne portent que sur les transactions signalées aux autorités canadiennes.

Les figures portent sur l'ensemble des 6 490 cas. Dans les deux figures, les données sont ordonnées selon trois secteurs: les ressources, la fabrication et les services. (Les services correspondent à l'agrégation des trois catégories de services que sont les finances, l'immobilier et les autres

services enregistrés par l'organisme.) L'annexe A présente l'agrégation des industries ayant un code à deux chiffres (Code CTI 1980) et appartenant à ces trois catégories. Les données sont également ordonnées selon la Triade, c'est-à-dire investissements des États-Unis, de la CE (CE), du Japon, ainsi que des autres pays européens et d'autres pays. Elles ne font pas entrer en ligne de compte les changements de la composition de la CE, étant donné le nombre limité d'acquisitions au moment de l'entrée de la Grèce, ainsi que de l'Espagne et du Portugal, en 1981 et 1986 respectivement, dans la CE. La figure 1 renferme les données pour la période 1974-1985, lorsque l'AEIE existait. La figure 2 présente les données de 1985 à 1990; la ligne de démarcation dans les données se situe en juin 1985, date à laquelle l'AEIE a été abolie et remplacée par Investissement Canada.

On peut faire au sujet de ces données un certain nombre d'observations intéressantes.

Premièrement, le nombre total de cas traités par les deux organismes est presque identique: 3 116 par l'AEIE, en onze ans, et 3 374 par Investissement Canada, en six ans. Autrement dit, le nombre annuel moyen de cas examinés par Investissement Canada a été le double de celui enregistré pour la période où l'AEIE était chargée de l'examen de l'investissement étranger.

Deuxièmement, les proportions par secteur sont très semblables pour les deux; en effet, la plupart des acquisitions se font dans le secteur des services, suivi de près par le secteur de la fabrication et de loin par celui des ressources. Rien ne laisse croire, d'après ces chiffres sur le nombre d'acquisitions, qu'Investissement Canada n'a pas su limiter les prises de contrôle dans le secteur de la fabrication; les acquisitions dans ce secteur ont été proportionnellement plus nombreuses sous l'AEIE que sous Investissement Canada (44 pour cent et 38 pour cent, respectivement).

Troisièmement, il y a eu quatre fois plus d'acquisitions japonaises depuis la création d'Investissement Canada qu'à l'époque de l'AEIE, mais elles sont encore très peu nombreuses comparativement à celles des deux autres blocs de la Triade (4 pour cent de toutes les acquisitions entre le 30 juin 1985 et le 30 juin 1990).

Les figures 1 et 2 permettent de faire plusieurs observations précises. Ainsi, bien que la part japonaise de toutes les acquisitions dans le secteur de la fabrication ait augmenté, passant de moins de 1 pour cent à environ 3 pour cent, en termes réels elle est passée de cinq acquisitions à 42 acquisitions, soit une augmentation de 740 pour cent. L'investissement japonais a crû beaucoup plus que l'investissement américain ou européen si l'on compare la période de l'AEIE à celle d'Investissement Canada. Ce fait s'explique peut-être par le fait que le Japon s'est lancé plutôt tardivement dans l'investissement à l'étranger, comparativement aux États-Unis et à la

FIGURE 1

SOMMAIRE DES ACQUISITIONS VISÉES PAR LA LOI SUR L'EXAMEN DE L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER (1974 À 1985, PREMIER TRIMESTRE)

| Secteur | Pays ou région | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
| Ressources | (5) 109 [62] | (7) 50 [28] | (10) 3 [2] | (4) 7 [4] | (5) 7 [4] | (6) 176 [100] |
| Fabrication | (46) 937 [68] | (39) 284 [21] | (16) 5 [1]* | (52) 96 [7] | (37) 149 [4] | (44) 1375 [100] |
| Services | (48) 979 [63] | (54) 397 [25] | (74) 23 [2] | (45) 83 [5] | (58) 83 [5] | (50) 1565 [100] |
| Total | (100) 2025 [65] | (100) 731 [24] | (100) 31 [1] | (100) 186 [6] | (100) 143 [5] | (100) 3116 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990

( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité [ ] Pourcent de secteur, chiffre arrondi à l'unité

* Moins de 0,5 pour cent

CE, en particulier du Royaume-Uni, qui a certes représenté la plus grosse part de l'investissement de la CE au début de la période à l'étude. On constate également un manque relatif d'acquisitions japonaises dans le domaine des ressources, bien que cette observation ne vale pas pour les nouvelles entreprises d'envergure.

Les États-Unis affichent une hausse de 47 pour cent de leur part des acquisitions dans le secteur des ressources (160 par rapport à 109), une diminution de 12 pour cent des acquisitions dans le secteur de la fabrication et un gain assez marginal de 5 pour cent dans les services. Les acquisitions dans le secteur des ressources ont représenté une moins grande part de toutes les acquisitions sous Investissement Canada que sous l'AEIE. Bien que le

FIGURE 2

SOMMAIRE DES ACQUISITIONS VISÉES PAR LA LOI SUR INVESTISEMENT CANADA (30 JUIN 1985 AU 30 JUIN 1990)

| Secteur | Pays ou région | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
| Ressources | (8) 160 [61] | (6) 53 [20] | (2) 3 [1] | (7) 12 [5] | (15) 7 [13] | (8) 263 [100] |
| Fabrication | (41) 127 [64] | (36) 294 [23] | (32) 42 [3] | (50) 85 [7] | (20) 48 [4] | (38) 1296 [100] |
| Services | (51) 1026 [57] | (58) 475 [26] | (66) 87 [5] | (43) 74 [4] | (65) 153 [8] | (54) 1815 [100] |
| Total | (100) 2013 [60] | (100) 822 [24] | (100) 132 [4] | (100) 171 [5] | (100) 236 [7] | (100) 3374 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990
( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité
[ ] Pourcent de sector, chiffre arrondi à l'unité

nombre de ces acquisitions soit presque égal (50 et 53), les acquisitions globales de la CE ont augmenté à un taux plus élevé. Si l'on utilise juin 1985 comme ligne de démarcation, on constate une baisse de l'intérêt manifesté par les Européens et les Japonais pour les acquisitions dans le secteur des ressources canadiennes, d'après le nombre d'acquisitions, et un accroissement de l'intérêt manifesté par les États-Unis et en particulier les «autres pays» (surtout Hong Kong après 1985).

Le déclin relatif de l'investissement américain dans le secteur de la fabrication est également assez important en termes réels (puisque la seconde période correspond à la moitié de la première). Le nombre d'acquisitions est tombé de 937 à 827, soit 110 de moins, ou presque autant que celles

effectuées par le Japon et les «autres pays» après la création d'Investissement Canada. La part de l'investissement total dans le secteur de la fabrication est tombée de 46 pour cent à 41 pour cent pour les États-Unis, de 39 pour cent à 36 pour cent pour l'Europe et de 37 pour cent à 20 pour cent pour les «autres pays». Les résultats semblent indiquer que la part de l'investissement direct de l'étranger au Canada correspondant aux acquisitions dans le secteur des services change, mais qu'il existe un certain regain d'intérêt pour les ressources, surtout de la part des États-Unis. Le Japon s'intéresse aussi davantage au secteur de la fabrication, comme le révèle le fait que sa part des investissements dans ce secteur est passée de 16 pour cent à 32 pour cent.

### Les caractéristiques des acquisitions diffèrent-elles d'un bloc de la Triade à un autre?

Un examen rapide des caractéristiques des acquisitions pour chacune des deux périodes indique une similitude, à cet égard, entre les États-Unis et la CE (ainsi que les autres pays européens); par contre, les caractéristiques des acquisitions du Japon (et des «autres pays») sont assez différentes. (L'examen a porté sur le pourcentage d'acquisitions dans chacune des trois catégories de produits pour chacune des deux périodes.) Ainsi, de 1974 à 1985, 54 pour cent des acquisitions réalisées par des sociétés de la CE ont visé le secteur des services, contre 48 pour cent pour les entreprises américaines et 74 pour cent pour les sociétés japonaises. Signalons également que 39 pour cent des acquisitions de la CE, 46 pour cent de celles des États-Unis et 16 pour cent de celles du Japon ont eu pour objet le secteur de la fabrication; par ailleurs, 7 pour cent des acquisitions de la CE ont visé le secteur des ressources, contre 5 pour cent de celles des États-Unis. De 1985 à 1990, les acquisitions effectuées dans le secteur des services par des entreprises des États-Unis et de la CE ont représenté 51 pour cent et de 58 pour cent respectivement (66 pour cent pour le Japon); dans le secteur de la fabrication, les proportions correspondantes ont été de 41 pour cent pour la Communauté, 36 pour cent pour les États-Unis et 32 pour cent pour le Japon. Enfin, dans le secteur des ressources, elles ont été respectivement de 8 pour cent, 16 pour cent et 2 pour cent. Le Japon a fait proportionnellement plus d'acquisitions dans le secteur des services que les États-Unis et la CE, mais la différence diminue après 1985.

Des analyses statistiques standards (fondées sur le test du khi-deux) révèlent qu'il y a eu des différences significatives, de 1974 à 1984, entre les caractéristiques des acquisitions dans ces trois grandes catégories de produits et services, pour les combinaisons suivantes: États-Unis/Japon, CE/Japon, États-Unis/CE et CE/«Autres pays européens». Il convient de

noter que le test du khi-deux n'a qu'une valeur limitée lorsque le nombre d'acquisitions est petit, comme ce fut le cas notamment pour le Japon. De 1985 à 1990, sauf pour les combinaisons États-Unis/«Autres pays» et CE/Japon, toutes les caractéristiques des acquisitions ont différé de façon significative.

Ces tests statistiques peuvent, toutefois, induire en erreur. Il est évident que les acquisitions japonaises diffèrent de celles des États-Unis et de la CE. Cependant, les caractéristiques des acquisitions des États-Unis et de la CE se ressemblent tellement qu'il est difficile d'imaginer qu'une théorie générale puisse expliquer la tendance plus grande des sociétés de la CE que des sociétés américaines d'investir dans le secteur des services au Canada.

De 1974 à 1985, les acquisitions du Japon ont différé de celles de la CE et des États-Unis du fait qu'elles ont porté, dans une proportion beaucoup plus forte, sur le commerce de gros et de détail, soit 58,1 pour cent, contre 25,3 pour cent pour les États-Unis et 27,5 pour cent pour la CE. Ces données ne sont pas présentées ici. Cette proportion traduit probablement l'achat de points de vente pour les exportations japonaises au Canada. De 1985 à 1990, les acquisitions japonaises dans le secteur des services, soit plus précisément de commerces de gros et de détail, ont été presque identiques à celles des États-Unis et de la CE (25,0 pour cent, 23,3 pour cent et 25,8 pour cent respectivement). Dans ce cas, cette proportion traduit l'importance beaucoup plus grande que le Japon a attachée à l'immobilier et aux «autres services». Par conséquent, les caractéristiques des acquisitions faites par les membres de la Triade sont assez semblables, surtout si l'on tient compte de la nature spéciale des acquisitions faites par le Japon dans le secteur du commerce de gros au cours de la première période et de ses acquisitions dans l'immobilier au cours de la seconde période.

D'après les théories de l'investissement direct étranger des multinationales, en particulier celle de Porter (1990), les caractéristiques des acquisitions sembleraient présenter des différences considérables. Le modèle de Porter est fondé sur une combinaison particulière d'avantages propres à l'entreprise et d'avantages propres au pays qui dépendent de l'évolution historique. Les losanges du pays d'origine de Porter (1990) sont uniques et tellement différents les uns des autres que l'investissement direct à l'étranger qui en découle est également unique. Si l'on examine l'investissement direct étranger au Canada, on est frappé par la similitude qui existe entre les pays d'origine. Cette similitude semble indiquer que le losange canadien (ou les possibilités d'investissement au Canada) est un déterminant important de l'investissement étranger au Canada.

En outre, d'après un scénario à la Porter, fondé sur le losange des avantages comparatifs du pays d'origine, les entreprises de la CE et du Japon sembleraient jouir d'avantages propres au pays et d'avantages propres aux entreprises supérieurs à ceux des États-Unis dans le secteur des services. (Ces pays investissent davantage au Canada dans ce secteur.) Mais selon l'hypothèse de l'affinité culturelle que suppose le modèle de Baldwin et Caves (1990), les entreprises américaines auraient l'avantage sur les entreprises de la CE et du Japon. Même si l'on élimine les acquisitions dans le secteur commercial, les entreprises de la CE et du Japon acquièrent plus de sociétés canadiennes dans le secteur des services que les entreprises américaines. Il est peut-être plus facile d'expliquer ces différences au moyen de l'hypothèse de l'arrivée tardive que par les losanges des pays d'origine. Il faudrait également qu'un scénario à la Porter permette d'expliquer pourquoi les entreprises des «autres pays européens» font relativement plus d'acquisitions dans le secteur de la fabrication et moins dans le secteur des services que leurs concurrents de la CE. Le fait que le Japon et les «autres pays» ont réalisé proportionnellement plus d'acquisitions dans le secteur des services que les États-Unis ou la CE met quelque peu en doute la théorie de l'internalisation, puisqu'il est peu probable que les Japonais se soient familiarisés avec la langue, la culture ou les pratiques commerciales du Canada pendant cette période.

L'annexe B est un tableau de valeurs du khi-deux associées à l'hypothèse selon laquelle les tendances en matière d'investissement (le pourcentage d'acquisitions dans chacune des catégories, soit ressources, fabrication et services) sont les mêmes pour la période de l'AEIE et celle d'Investissement Canada. (Nous avons discuté précédemment des différences entre blocs commerciaux et non pas des différences entre périodes pour une région ou un groupe.) La première colonne donne la valeur du khi-deux pour les données sur toutes les acquisitions. Ces statistiques montrent que les caractéristiques des acquisitions ont été différentes, au cours des deux périodes, pour les États-Unis, le Japon et les «autres pays», mais qu'elles ont été semblables, sur le plan statistique, pour les pays européens (CE et «autres pays européens»). Le lecteur notera que les caractéristiques diffèrent pour les acquisitions d'envergure et les nouvelles entreprises. Ces différences sont importantes, et nous y reviendrons plus tard.

## Acquisitions de plus de 5 millions de dollars

Les figures 3 et 4 reprennent les figures 1 et 2, mais ne présentent que le sous-ensemble des acquisitions d'une valeur de plus de 5 millions de dollars. Les pourcentages d'acquisitions par secteur diffèrent des pourcentages pour l'ensemble des acquisitions donnés aux figures 1 et 2. La part des grosses

acquisitions qui correspond aux États-Unis (58 pour cent par rapport à 62 pour cent) est moins grande que celle qu'elle représente dans l'ensemble des acquisitions (60 pour cent par rapport à 65 pour cent). Relativement à l'ensemble des acquisitions et pour les deux périodes, les grosses acquisitions des États-Unis et de la CE sont proportionnellement plus importantes dans le secteur de la fabrication et moins importantes dans le secteur des services. En ce qui concerne le Japon, ses grosses acquisitions sont proportionnellement plus nombreuses dans le secteur de la fabrication que pour l'ensemble des acquisitions, surtout dans la période de l'AEIE. Dans cette première période, toutes les grosses acquisitions des Japonais dans le secteur des services ont visé le sous-secteur du commerce de gros et de détail. On constate également un changement important dans le secteur de la fabrication lorsqu'on examine les grosses transactions des «autres pays européens».

Pour la deuxième période, sous Investissement Canada, on constate une tendance semblable pour les États-Unis, la CE et les «autres pays européens», c'est-à-dire que les grosses acquisitions sont davantage concentrées dans le secteur de la fabrication que pour l'ensemble des acquisitions (figure 2).

Après 1985, on constate que les acquisitions japonaises d'une valeur de plus de 5 millions de dollars visent beaucoup plus le secteur des ressources que celui de la fabrication. Une hypothèse pouvant expliquer ce changement ressemble à celle présentée antérieurement, soit que le Japon a commencé tardivement à investir à l'étranger dans le secteur de la fabrication parce que dans les années 1970 il a misé surtout sur l'exportation et ne s'est lancé dans l'investissement direct à l'étranger que lorsque les barrières douanières se sont renforcées. Après juin 1985, les acquisitions de la CE sont également passées du secteur des services à celui de la fabrication. Au cours de la seconde période, toutefois, les «autres pays» ont favorisé plutôt le secteur des ressources pour leurs grosses acquisitions, peut-être pour approvisionner les opérations de fabrication des derniers participants au commerce mondial.

D'après des tests visant à déterminer si les profils d'acquisition hypothétiques pour les cinq groupes qui composent la catégorie des acquisitions de plus de 5 millions de dollars sont significatifs, les tendances États-Unis/Japon, États-Unis/CE, États-Unis/«Autres pays», CE/Japon, et CE/«Autres pays» sont identiques pour la première période. Les résultats de ces tests peuvent toutefois être trompeurs en raison du petit nombre d'observations dont on dispose pour le Japon et les «autres pays». Pour la période 1985-1990, les seules tendances d'acquisition vraiment similaires sont celles du tandem États-Unis/«Autres pays». Lorsque nous avons examiné toutes les acquisitions, nous avons soutenu que les profils

FIGURE 3

SOMMAIRE DES ACQUISITIONS SUPÉRIEURES À 5 MILLIONS DE DOLLARS VISÉES PAR LA LOI SUR L'EXAMEN DE L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER (1974 À 1985, PREMIER TRIMESTRE)

| Secteur | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pays ou région | | | | | |
| Ressources | (9) 42 [64] | (10) 20 [30] | (13) 1 [2] | (4) 2 [3] | (3) 1 [2] | (9) 66 [100] |
| Fabrication | (58) 278 [68] | (43) 88 [22] | (25) 2 [1]* | (67) 31 [8] | (33) 11 [3] | (53) 410 [100] |
| Services | (34) 163 [55] | (47) 97 [32] | (63) 5 [2] | (28) 13 [4] | (64) 21 [7] | (39) 299 [100] |
| Total | (100) 483 [62] | (100) 205 [27] | (100) 8 [1] | (100) 46 [6] | (100) 33 [4] | (100) 775 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990

( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité

[ ] Pourcent de secteur, chiffre arrondi à l'unité

* Moins de 0,5 pour cent

d'acquisition (bien que statistiquement différentes) étaient étonnamment semblables, du moins compte tenu des différences qu'on aurait pu s'attendre à trouver entre les avantages propres aux entreprises et aux pays, ainsi qu'entre les «losanges» des acheteurs. Un examen des acquisitions évaluées à plus de 5 millions de dollars révèle que la CE et les États-Unis diffèrent effectivement à la marge (davantage que pour l'ensemble des acquisitions), en raison de l'importance relative que la Communauté accorde aux acquisitions dans le secteur des services.

D'après l'annexe B, où nous examinons l'hypothèse selon laquelle les caractéristiques des acquisitions ont été les mêmes pendant toute la période étudiée, il ne semble pas y avoir de différence significative, en ce qui

FIGURE 4

SOMMAIRE DES ACQUISITIONS D'UNE VALEUR SUPÉRIEURE À 5 MILLIONS DE DOLLARS VISÉES PAR LA LOI SUR INVESTISSEMENT CANADA (30 JUIN 1985 AU 30 JUIN 1990)

| Secteur \ Pays ou région | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Ressources | (9) 59 [56] | (8) 21 [20] | (3) 2 [2] | (9) 6 [6] | (20) 18 [17] | (9) 106 [100] |
| Fabrication | (55) 381 [64] | (47) 130 [22] | (36) 26 [4] | (62) 41 [7] | (22) 19 [3] | (50) 597 [100] |
| Services | (36) 246 [51] | (45) 125 [26] | (62) 45 [9] | (29) 19 [4] | (58) 51 [10] | (41) 486 [100] |
| Total | (100) 686 [58] | (100) 276 [23] | (100) 73 [6] | (100) 66 [6] | (100) 88 [7] | (100) 1189 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990
( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité
[ ] Pourcent de secteur, chiffre arrondi à l'unité

concerne les grosses acquisitions, entre la période qui précède et celle qui suit le 30 juin 1985 pour les États-Unis et l'Europe (CE et «autres pays européens»). Toutefois, si l'on examine toutes les acquisitions, on constate que seuls les achats européens sont restés les mêmes. Ce résultat semble indiquer qu'après qu'Investissement Canada a pris la relève de l'AEIE, ce sont surtout les acquisitions de moindre importance effectuées par les sociétés américaines qui ont accusé des variations. Cette constatation concorde avec l'hypothèse selon laquelle l'AEIE effectuait un examen plus strict qu'Investissement Canada des acquisitions de moindre valeur (moins de 5 millions de dollars) proposées par les sociétés américaines, du moins en ce qui concerne les catégories principales et surtout le secteur des

ressources. (Notons que la différence statistiquement significative dans le cas du Japon est sans doute le fait d'un changement de comportement des Japonais, et non des actions d'Investissement Canada, et que la différence significative pour les «autres pays» ne fait que traduire la nature hétérogène de l'échantillon.)

On pourrait expliquer ce résultat par un «scénario» fondé sur la théorie de l'internalisation et l'analyse des coûts de transaction. Les rapports avec l'AEIE entraînaient des coûts de transaction plus élevés que les rapports avec Investissement Canada, étant donné qu'il fallait consacrer plus de temps et de ressources pour faire approuver l'investissement. Ces coûts de transaction auraient eu un effet de dissuasion sur les acquisitions marginales, soit vraisemblablement celles des petites sociétés américaines. Par contre, ils pouvaient être absorbés dans le cas de grosses acquisitions. En outre, les acquisitions de moindre importance envisagées par des entreprises européennes supposaient déjà des coûts de transaction et de négociation plus élevés, même sans la réglementation canadienne sur l'investissement étranger (en raison de la distance, des différences de culture, des connaissances limitées), et pouvaient donc absorber l'augmentation marginale que représentaient les coûts de transaction associés à l'AEIE. D'autres données présentées dans ces tableaux ne concordent pas avec ce scénario. Au cours de la période de cinq ans qui a suivi le 30 juin 1985, le taux d'augmentation des acquisitions a été le plus élevé, dans l'ordre, pour le Japon, les «autres pays», la CE et les États-Unis. Si l'AEIE avait effectivement bloqué les acquisitions marginales des États-Unis, la disparition de l'AEIE aurait normalement entraîné une augmentation des acquisitions américaines de moindre importance. Or cela ne s'est produit que dans le secteur des ressources, et non pour l'ensemble des industries.

## Données sur les investissements dans les nouvelles entreprises

### Ensemble des transactions visant de nouvelles entreprises

La figure 5 présente un résumé de tous les investissements dans de nouvelles entreprises soumis à l'AEIE de 1976 au premier trimestre de 1985. (Ces données ne représentent qu'un sous-ensemble des nouvelles entreprises et nos comparaisons entre les acquisitions et les nouvelles entreprises sont établies sous réserve de ce fait.) Les États-Unis ont constitué le principal investisseur pendant cette période, puisqu'ils ont fait 1 688 des 3 048 investissements, c'est-à-dire 55 pour cent de tous les nouveaux investissements. Ils ont été suivis de la CE, à 28 pour cent des nouveaux investissements, et des «autres pays» et des «autres pays européens», à 8 pour

cent et 6 pour cent respectivement des investissements dans de nouvelles entreprises. Le Japon n'a joué qu'un rôle très mineur, puisqu'il n'a fait que 3 pour cent de tous les investissements dans de nouvelles entreprises au cours de la période de l'AEIE. Pour ce qui est de la répartition sectorielle des investissements, c'est le secteur des services qui a, de loin, été le plus visé, puisqu'il a fait l'objet de 1 973 des 3 048 nouveaux investissements, c'est-à-dire 65 pour cent. Le secteur de la fabrication a reçu moins de la moitié du nombre d'investissements nouveaux enregistré pour le secteur des services et seulement 30 pour cent de l'ensemble des investissements dans les nouvelles entreprises. Le secteur des ressources s'est classé au troisième rang, puisqu'il n'a attiré que 5 pour cent de l'ensemble des investissements dans de nouvelles entreprises pendant la période de l'AEIE.

La figure 6 résume tous les investissements dans de nouvelles entreprises faits après la création d'Investissement Canada. Encore une fois, les États-Unis sont en tête de liste, puisqu'ils correspondent à 58 pour cent de toutes les nouvelles entreprises étrangères qui ont démarré pendant cette période. En ce qui concerne les nouvelles entreprises, on constate que le secteur de la fabrication a nettement été délaissé en faveur des services, comparativement à la période de l'AEIE; le nombre total d'investissements dans le secteur de la fabrication est en effet tombé de 929 à 260 (il ne faut pas oublier que les deux périodes ne sont pas de la même longueur), et leur pourcentage, de 30 à seulement 18 pour cent. En ce qui concerne le secteur des services, sa part de tous les investissements étrangers dans de nouvelles entreprises est passée de 65 à 86 pour cent. Ces données diffèrent sensiblement de celles présentées aux figures 1 et 2, qui ne traduisent pas un changement aussi marqué pour le total des acquisitions sous l'AEIE et sous Investissement Canada.

Ce délaissement du secteur de la fabrication au profit de celui des services est attribuable surtout à deux changements dans les caractéristiques des investissements. Premièrement, les États-Unis ont affiché une baisse importante du nombre des nouvelles entreprises établies dans le secteur de la fabrication, soit de 517 investissements sous l'AEIE à 140 investissements sous Investissement Canada. Par rapport à l'ensemble des nouvelles entreprises américaines lancées au Canada par secteur, la part de la fabrication est passée de 31 pour cent à 16 pour cent. Bien que les investissements américains dans de nouvelles entreprises de services aient aussi diminué (tombant de 1 101 à 682), leur part de l'ensemble des investissements américains dans de nouvelles entreprises a augmenté, passant de 65 pour cent à 80 pour cent, ce qui représente un pourcentage considérable. Deuxièmement, les investissements de la CE dans de nouvelles entreprises ont chuté, puisqu'ils sont tombés de 844 sous l'AEIE à 298 sous Investissement Canada, ce qui a ramené la part du total des investissements

de la CE dans de nouvelles entreprises de 28 pour cent à 20 pour cent. (Ce secteur représente maintenant 74 pour cent de toutes les nouvelles entreprises lancées par la CE au Canada depuis la création d'Investissement Canada, comparativement à 62 pour cent sous l'AEIE). L'investissement de la CE dans le secteur de fabrication est subséquemment tombé de 32 pour cent à 23 pour cent du nombre total de nouvelles entreprises.

Tandis que la CE enregistrait un déclin absolu réel d'environ 25 pour cent dans le nombre d'acquisitions, le nombre d'investissements dans de nouvelles entreprises du Japon a apparemment été le même sous l'AEIE et sous Investissement Canada, soit 96 et 94 respectivement, ce qui signifie que la part japonaise de toutes les nouvelles entreprises est passé de 3 pour cent sous l'AEIE à 6 pour cent sous Investissement Canada. En fait, le Japon a augmenté sa part de l'investissement de la Triade dans tous les secteurs industriels. Pour ses investissements dans de nouvelles entreprises, il manifeste une légère préférence pour le secteur de la fabrication, mais il faudrait examiner ce phénomène de plus près. Les «autres pays européens» et les «autres pays» ont enregistré une hausse de leurs investissements dans de nouvelles entreprises du secteur des services, avec diminution correspondante dans celui de la fabrication.

L'annexe B montre que, depuis qu'Investissement Canada a remplacé l'AEIE et sauf pour le Japon, les investissements dans de nouvelles entreprises ont changé sensiblement de caractéristiques pour chaque secteur. Comme l'AEIE n'exerçait pas beaucoup de contrôle sur les nouvelles entreprises, cette modification n'est probablement pas liée au changement de gouvernement.

## NOUVELLES ENTREPRISES DE PLUS DE 5 MILLIONS DE DOLLARS

LES FIGURES 7 ET 8 PRÉSENTENT un résumé des investissements de plus de 5 millions de dollars dans de nouvelles entreprises sous l'AEIE et sous Investissement Canada. Elles font ressortir la croissance des investissements dans le secteur des services. Alors que, sous l'AEIE, le secteur de la fabrication a obtenu une part de 43 pour cent et celui des services, de 34 pour cent, cette tendance s'est inversée pendant la période sous Investissement Canada, puisque les services représentent désormais la part plus importante, soit 56 pour cent. La part des investissements dans le secteur de la fabrication est tombée à 32 pour cent, soit à peu près la part que détenait le secteur des services sous l'AEIE.

Pour ce qui est de la répartition des investissements dans de nouvelles entreprises entre les blocs de la Triade pendant les deux

FIGURE 5

SOMMAIRE DES NOUVELLES ENTREPRISES VISÉES PAR LA LOI SUR L'EXAMEN DE L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER (1976 À 1985, PREMIER TRIMESTRE)

| Secteur | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pays ou région | | | | | |
| Ressources | (4) 70 [48] | (6) 54 [37] | (6) 6 [4] | (5) 9 [6] | (3) 7 [5] | (5) 146 [100] |
| Fabrication | (31) 517 [56] | (32) 270 [29] | (17) 16 [2] | (37) 70 [8] | (24) 56 [6] | (30) 929 [100] |
| Services | (65) 1101 [56] | (62) 520 [26] | (77) 74 [4] | (58) 110 [6] | (73) 168 [9] | (65) 1973 [100] |
| Total | (100) 1688 [55] | (100) 844 [28] | (100) 96 [3] | (100) 189 [6] | (100) 231 [8] | (100) 3048 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990

( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité

[ ] Pourcent de sector, chiffre arrondi à l'unité

périodes, il y a un renversement très clair entre la CE et les États-Unis. La figure 7 montre que, sous l'AEIE, la CE a enregistré 42 pour cent de tous les investissements d'envergure dans de nouvelles entreprises. La figure 8, par contre, montre que sa part des investissements de plus de 5 millions de dollars dans de nouvelles entreprises est tombée à 23 pour cent après la création d'Investissement Canada, tandis que celle des États-Unis est passée de 38 pour cent sous l'AEIE à 43 pour cent sous Investissement Canada. La CE a également affiché une baisse marquée en chiffres absolus pour ce qui est des investissements dans de nouvelles entreprises du secteur de la fabrication, puisque ceux-ci sont tombés de 30 sous l'AEIE à huit sous Investissement Canada. Cette diminution, premièrement dans

FIGURE 6

SOMMAIRE DE TOUTES LES NOUVELLES ENTREPRISES VISÉES PAR LA LOI SUR INVESTISSEMENT CANADA (30 JUIN 1985 AU 30 JUIN 1990)

| Secteur | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **Pays ou région** | | | | | |
| Ressources | (4) 34 [59] | (4) 12 [21] | (5) 5 [9] | (5) 5 [9] | (2) 2 [3] | (4) 58 [100] |
| Fabrication | (16) 140 [54] | (23) 67 [26] | (23) 22 [8] | (16) 16 [6] | (12) 15 [6] | (18) 260 [100] |
| Services | (80) 682 [59] | (74) 219 [19] | (71) 67 [6] | (79) 78 [7] | (86) 106 [9] | (86) 1152 [100] |
| Total | (100) 856 [58] | (100) 298 [20] | (100) 94 [6] | (100) 99 [6] | (100) 123 [8] | (100) 1470 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990
( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité
[ ] Pourcent de sector, chiffre arrondi à l'unité

l'investissement global de la CE au Canada et deuxièmement dans le secteur de la fabrication, est éventuellement attribuable à une recrudescence de l'intérêt pour le marché de la Communauté; les sociétés tentent en effet de se tailler la meilleure position possible sur ce marché avant que ne se fassent pleinement sentir toutes les conséquences d'Europe 1992.

Même si les investissements américains d'une valeur de plus de 5 millions de dollars dans de nouvelles entreprises tendent encore vers le secteur des services, cette tendance n'est pas aussi marquée qu'elle l'est pour l'ensemble des investissements dans de nouvelles entreprises. Ils sont passés de 40 à 66 pour cent, après le 30 juin 1985, alors que pour

l'ensemble des investissements américains dans de nouvelles entreprises, cette proportion a atteint 80 pour cent, comme le montre la figure 6. L'évolution de l'investissement américain dans les entreprises nouvelles, si l'on compare la période de l'AEIE et celle d'Investissement Canada, et particulièrement en ce qui a trait aux petites entreprises, ne fait peut-être que traduire une tendance générale en faveur du secteur des services, qui se manifeste à l'échelle de l'économie canadienne, y compris l'investissement canadien. En ce qui concerne l'investissement dans de nouvelles entreprises de plus de 5 millions de dollars, les États-Unis se sont nettement détournés du secteur des ressources depuis la création d'Investissement Canada, puisque la part de ce secteur est tombée de 19 pour cent à 4 pour cent.

Les Japonais sont très attirés par les investissements dans les nouvelles entreprises du secteur de la fabrication; ceux-ci se sont en effet multipliés par un facteur de huit en chiffres absolus. La part de ces investissements est par ailleurs passée de 14 pour cent à 36 pour cent. L'investissement japonais dans les nouvelles entreprises de services, en tant que pourcentage de l'investissement japonais total, a également augmenté, puisqu'il est passé de 29 pour cent sous l'AEIE à 50 pour cent sous Investissement Canada. Encore une fois, il faut interpréter l'importance de l'investissement japonais avec prudence, étant donné le petit nombre d'observations par rapport aux États-Unis et à la CE.

D'autres faits intéressants se dégagent des figures 7 et 8. Premièrement, il y a une diminution marquée du nombre de cas comparativement aux figures 5 et 6. Ainsi, 99 nouvelles entreprises des «autres pays européens» ont démarré entre 1985 et 1990, mais seulement 10 de celles-ci étaient d'une valeur supérieure à 5 millions de dollars. Au cours de la première période, seulement 50 des 1 688 nouvelles entreprises américaines étaient d'une valeur supérieure à 5 millions de dollars; au cours de la seconde, il y avait encore 50 entreprises de cette valeur, sur un total de 856. Deuxièmement, comme prévu, les nouvelles entreprises de plus de 5 millions de dollars n'ont pas représenté la même proportion du secteur des services que de l'ensemble des nouvelles entreprises, ce qui traduit l'importance moindre des nouvelles entreprises dans le secteur des services. Troisièmement, on constate toujours une tendance marquée en faveur du secteur des services après juin 1985 pour ce qui est des investissements de plus de 5 millions de dollars. Cette tendance est semblable à l'échelle de la Triade. Des tests de signification effectués sur les tendances des cinq groupes, pour la période allant de 1985 à 1990, montrent des différences significatives pour tous les couples, sauf pour la paire CE/«Autres pays».

FIGURE 7

SOMMAIRE DES NOUVELLES ENTREPRISES D'UNE VALEUR SUPÉRIEURE À 5 MILLIONS DE DOLLARS VISÉES PAR LA LOI SUR L'EXAMEN DE L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER (1976 À 1985, PREMIER TRIMESTRE)

| Secteur | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pays ou région | | | | | |
| Ressources | (19) 11 [31] | (25) 16 [46] | (57) 4 [11] | (18) 2 [6] | (18) 2 [6] | (23) 35 [100] |
| Fabrication | (40) 23 [36] | (48) 30 [47] | (14) 1 [2] | (55) 6 [9] | (36) 4 [6] | (43) 64 [100] |
| Services | (40) 23 [46] | (27) 17 [34] | (29) 2 [4] | (27) 3 [6] | (45) 5 [10] | (34) 50 [100] |
| Total | (100) 57 [38] | (100) 63 [42] | (100) 7 [5] | (100) 11 [7] | (100) 11 [7] | (100) 149 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990
( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité
[ ] Pourcent de sector, chiffre arrondi à l'unité

## COMPARAISON DES ACQUISITIONS ET DES INVESTISSEMENTS DANS DE NOUVELLES ENTREPRISES

ON PEUT COMPARER L'INVESTISSEMENT dans de nouvelles entreprises aux acquisitions pour la période de l'AEIE (figures 1 et 5). Au cours de celle-ci, les États-Unis ont enregistré une part beaucoup plus petite des investissements nouveaux (55 pour cent) que des acquisitions (65 pour cent). Pour tous les groupes, sauf le Japon, le nombre de nouvelles entreprises a été proportionnellement plus élevé dans le secteur des services que celui des fusions et acquisitions. De 1974 à 1985, les nouvelles entreprises, ainsi que les fusions et acquisitions du Japon, ont été à peu près également réparties

FIGURE 8

SOMMAIRE DES NOUVELLES ENTREPRISES D'UNE VALEUR SUPÉRIEURE À 5 MILLIONS DE DOLLARS VISÉES PAR LA LOI SUR INVESTISSEMENT CANADA
(30 JUIN1985 AU 30 JUIN 1990)

| Secteur | États-Unis | Communauté européenne | Japon | Autres Europe | Autres pays | Total |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Pays ou région | | | | | |
| Ressources | (4) 2 [13] | (26) 7 [47] | (14) 3 [20] | (30) 3 [20] | (0) 0 [0] | (13) 15 [100] |
| Fabrication | (30) 15 [41] | (30) 8 [22] | (36) 8 [22] | (40) 4 [11] | (25) 2 [5] | (32) 37 [100] |
| Services | (66) 33 [51] | (44) 12 [18] | (50) 11 [17] | (30) 3 [5] | (75) 6 [9] | (56) 65 [100] |
| Total | (100) 50 [43] | (100) 27 [23] | (100) 22 [19] | (100) 10 [9] | (100) 8 [7] | (100) 117 [100] |

SOURCE : Investissement Canada, 1990
( ) Pourcent de pays, chiffre arrondi à l'unité
[ ] Pourcent de sector, chiffre arrondi à l'unité

entre les trois secteurs. L'importance relativement plus grande attachée au secteur des services, en ce qui concerne les investissements dans de nouvelles entreprises, traduit le coût moindre d'un investissement dans le secteur des services par rapport au secteur de la fabrication, puisque le premier n'exige pas nécessairement des installations considérables. Les données portent notamment sur les petits bureaux de vente en gros établis pour le service après-vente des importations. La réglementation canadienne influe également sur cette tendance. Ainsi, le fait que les banques américaines n'ont pas de succursales au Canada explique en partie que les investissements dans de nouvelles entreprises soient moins considérables. Si l'on distingue l'investissement dans de nouvelles entreprises du secteur

des services, on constate la même tendance que dans le domaine des acquisitions. Le trait qui, de 1976 à 1985, a distingué le Japon, d'une part, des États-Unis et de la CE, d'autre part, en ce qui concerne la proportion de l'ensemble des nouvelles entreprises dans le secteur des services, a été l'importance beaucoup plus grande accordée par les Japonais au commerce de gros et de détail. Pourtant, depuis 1985, la proportion des investissements japonais dans de nouvelles entreprises commerciales est beaucoup plus faible que celle des investissements des États-Unis et de la CE.

De 1985 à 1990, la proportion de nouvelles entreprises dans le secteur des services a été plus élevée que celle des fusions et acquisitions pour les cinq groupes de pays étudiés (voir figures 2 et 6). Si l'on compare les deux périodes, on constate un net déplacement des nouvelles entreprises vers le secteur des services au cours de la deuxième période, pour toutes les régions étudiées sauf le Japon. En effet, depuis 1985, comme nous l'avons déjà signalé, le Japon privilégie plutôt le secteur de la fabrication.

Certaines tendances se dégagent d'une comparaison entre les investissements dans les nouvelles entreprises de plus de 5 millions de dollars (figures 7 et 8) et les fusions ou acquisitions de plus de 5 millions de dollars (figures 3 et 4), bien que ces généralisations soient faites sous toutes réserves, vu les petits nombres en cause. Les acquisitions importantes et les investissements considérables dans de nouvelles entreprises présentent des différences sensibles. De 1976 à 1985, pour tous les groupes de pays, les seconds ont été proportionnellement plus nombreux que les premières dans le secteur des services. Pour les États-Unis et les «autres pays européens», l'importance accordée au secteur des ressources l'a été aux dépens surtout du secteur de la fabrication, tandis que pour la CE et le Japon (ainsi que les «autres pays»), elle l'a été au détriment du secteur des services. De 1985 à 1990, les États-Unis ont fait proportionnellement plus d'investissements considérables au chapitre des nouvelles entreprises que d'acquisitions dans le secteur des services. Ce phénomène est particulier aux États-Unis. En ce qui concerne la CE et les «autres pays européens», l'investissement dans de nouvelles entreprises d'importance a été plus courant que les acquisitions dans le secteur des ressources, mais moins dans celui de la fabrication. Pour le Japon, enfin, la création de nouvelles entreprises d'envergure a été plus fréquente que les acquisitions d'importance dans le secteur des ressources, mais moins fréquente que celles-ci dans le secteur des services.

Étant donné les différences entre les fusions et acquisitions d'une part et les nouvelles entreprises d'autre part, ainsi que les différences entre les transactions d'un montant élevé (évaluées à plus de 5 millions de dollars) et l'ensemble des transactions, il est clair que l'investissement

direct étranger dépend de beaucoup de facteurs autres que le simple losange des avantages du pays d'origine.

## RÉSUMÉ DES DONNÉES EMPIRIQUES

LORSQU'ON EXAMINE LES 6 490 ACQUISITIONS ÉTRANGÈRES effectuées au Canada de 1974 à 1985, ainsi que de 1985 à 1990, on constate que le Japon, la CE et les États-Unis présentent des caractéristiques quelque peu différentes sur ce plan. L'importance accordée par le Japon au secteur des services s'explique sans doute par son besoin d'assurer le service de ses exportations, dont le marché est en plein essor. De façon générale, on peut dire que, de 1985 à 1990, les entreprises américaines ont acquis un nombre relativement plus élevé d'entreprises de fabrication canadiennes, tandis que les entreprises européennes ont acquis un nombre relativement plus élevé d'entreprises de service et les entreprises japonaises, un nombre beaucoup plus élevé de sociétés de service. Les différences entre les achats des différents blocs de la Triade ont été moins prononcées de 1985 à 1990 que pendant la période de l'AEIE, alors que les États-Unis avaient réalisé 60 pour cent des acquisitions et la CE, 24 pour cent. Le pourcentage des acquisitions totales est demeuré constant pendant cette période pour tous les blocs de pays, sauf pour le Japon qui a enregistré une hausse (ses acquisitions ne représentent cependant que 3 pour cent du total). Cette constance est assez étonnante. Sur l'ensemble de la période, les acquisitions américaines, puis les acquisitions de la CE, ont présenté une légère tendance en faveur du secteur des services et ce, aux dépens, dans le cas des Américains, du secteur des ressources. Quant aux acquisitions japonaises, elles ont augmenté dans le secteur de la fabrication. Les grosses acquisitions (de plus de 5 millions de dollars) présentent un profil quelque peu différent: celles des États-Unis, de la CE et du Japon sont proportionnellement plus élevées dans le secteur de la fabrication et moins élevées dans celui des services. Les Japonais ont quant à eux accordé de plus en plus d'importance au secteur de la fabrication.

Un examen des 4 518 investissements dans de nouvelles entreprises permet d'observer certains contrastes marqués par rapport aux acquisitions. Premièrement, les investissements dans de nouvelles entreprises sont beaucoup plus nombreux dans la catégorie des services. Deuxièmement, bien qu'ils aient fait 65 pour cent de toutes les acquisitions, les États-Unis n'ont consenti que 55 pour cent des investissements dans de nouvelles entreprises, pendant la période de l'AEIE. Depuis l'établissement d'Investissement Canada, ils ont été à l'origine de 60 pour cent de toutes les acquisitions et de 58 pour cent de tous les investissements étrangers dans de nouvelles entreprises. Troisièmement, la plupart des nouvelles entreprises sont de

petite taille. Celles d'une valeur supérieure à 5 millions de dollars n'ont représenté que 6 pour cent de l'ensemble des nouvelles entreprises, tandis que les acquisitions de plus de 5 millions de dollars ont représenté 31 pour cent de l'ensemble des acquisitions étrangères. Après l'abolition de l'AEIE, les États-Unis et la CE ont investi davantage dans de nouvelles entreprises du secteur des services, tandis que le Japon a fait davantage pencher ses investissements dans de nouvelles entreprises vers le secteur de la fabrication (alors qu'auparavant, ceux-ci étaient très fortement concentrés dans le secteur des services).

Le modèle de Porter (1990) permet de faire les observations suivantes. L'investissement direct effectué au Canada par les États-Unis, le Japon et la CE a diminué dans le secteur de la fabrication, pour augmenter surtout dans le secteur des services. Mauvaise nouvelle, selon Porter, et ce, pour trois raisons.

Premièrement, la présence de l'investissement direct étranger dans le secteur de la fabrication révèle que celui-ci a compté sur l'investissement étranger, ce qui, d'après Porter, est un signe de désavantage concurrentiel. (Toutefois, le déplacement relatif de l'investissement direct étranger vers les services signifie peut-être que le secteur de la fabrication du Canada devient plus concurrentiel au Canada.)

Deuxièmement, le léger déplacement des acquisitions vers le secteur des ressources (de la part des États-Unis et des «autres pays») pourrait, selon Porter, traduire une dépendance accrue d'un secteur auquel il accorde une valeur moindre pour établir la compétitivité d'une nation. Étant donné le pourcentage relativement faible d'investissements directs étrangers dans le secteur des ressources, cependant, la conséquence qu'il prévoit va trop loin. Les sociétés d'exploitation des ressources ont représenté 7 pour cent de toutes les acquisitions, 9 pour cent des acquisitions importantes et 5 pour cent des investissements dans de nouvelles entreprises. Les acquisitions constituent des ventes d'actifs à des propriétaires étrangers (lesdits actifs appartenant déjà, dans certains cas, à des propriétaires étrangers) et ne traduisent pas une dépendance accrue. Les tableaux montrent que l'investissement direct de l'étranger ne représente pas une source importante de capitaux pour le secteur des ressources, si l'on en juge d'après le nombre de cas. (Nous ne pouvons pas en dire autant pour la valeur de l'investissement, puisque cet élément n'a pas été étudié.)

Troisièmement, le modèle de Porter semble indiquer que la dépendance vis-à-vis des services est peut-être le symptôme d'une économie décadente, c'est-à-dire d'une économie arrivée au stade où la richesse en constitue le moteur. Cette opinion ne jouit que d'un appui limité, en ce qui concerne à la fois les acquisitions et les nouvelles entreprises, puisque la Triade consent des investissements considérables dans le secteur des

services du Canada. Nous pensons, cependant, que l'importance accrue des services est normale dans une économie riche et avancée comme celle du Canada, puisqu'elle traduit en gros l'achat et l'établissement de points de vente et d'intermédiaires financiers, ce qui n'est aucunement un signe de décadence.

Au sein du secteur de la fabrication, les acquisitions étrangères, tout comme l'investissement dans de nouvelles entreprises, ont visé surtout la fabrication secondaire. Selon Porter, cette situation signifie peut-être le manque de compétitivité mondiale des entreprises canadiennes, mais elle s'explique également par l'interprétation classique de l'investissement direct étranger vu comme un effet de l'internalisation. Dans leur exposé, Baldwin et Caves montrent qu'il y a une corrélation entre les améliorations de la productivité et l'investissement direct étranger. Cette conclusion va dans le sens de la perspective de Reich — plutôt que de celle de Porter — sur l'investissement direct étranger. Un des résultats, déjà signalé, est la proportion d'investissements effectués dans le secteur des services par les Japonais — ceux qui, pourtant, ont le moins d'affinités culturelles avec le Canada. À première vue, cela semble contredire le principe de l'internalisation, mais cette conclusion n'est fondée que sur quelques observations et il n'est pas encore possible de la confirmer entièrement. Elle concorde, toutefois, avec la théorie de l'arrivée tardive des Japonais comme exportateurs sur les marchés canadiens, leur achat de commerces de gros et de détail au cours de la première période et l'importance accrue qu'ils ont accordée à la fabrication locale au cours de la seconde période.

## Conclusions

Nous avons examiné, dans cette étude, la nature et l'évolution de l'investissement direct étranger au Canada entre 1974 et 1990. Cette période englobe les années 1974 à 1985, au cours desquelles l'AEIE était l'autorité de réglementation, et les années 1985 à 1990, durant lesquelles Investissement Canada a exercé son pouvoir. Nous avons construit un cadre théorique simplifié que nous avons testé par des méthodes empiriques.

Le cadre théorique consiste en un modèle où les avantages propres au pays sont liés aux avantages propres aux entreprises. Les premiers sont envisagés du point de vue de la Triade, c'est-à-dire États-Unis, CE et Japon. Les seconds sont examinés pour trois secteurs au Canada, soit les ressources, la fabrication et les services. Ce cadre théorique permet de comparer la théorie de l'internalisation (c.-à-d. l'interaction entre le caractère particulier des avantages propres aux entreprises et les avantages propres au pays)

au travail de Michael Porter (1990), selon lequel le losange du pays d'origine représente la source de l'avantage concurrentiel d'un pays. D'après Porter, en outre, un investissement étranger considérable dans un pays donné n'est pas source d'avantages concurrentiels.

Notre travail empirique nous a permis de constater que les losanges des blocs de la Triade n'expliquaient pas très bien l'investissement direct étranger au Canada, qui s'interprète beaucoup mieux en fonction du losange du «pays d'accueil», le Canada. Nous avons étudié tout d'abord les caractéristiques des acquisitions (dans les secteurs des ressources, de la fabrication et des services) de façon comparative, pour les États-Unis, la CE et le Japon. Les différences qui se dégagent à cet égard entre la Communauté européenne et les États-Unis sont étonnamment faibles, trop faibles, selon nous, pour s'expliquer par les différences entre les losanges des pays d'origine. Les différences entre les caractéristiques des acquisitions du Japon, d'une part, et celles des États-Unis ou de la CE, d'autre part, s'expliquent mieux, selon nous, par une hypothèse simple — l'entrée tardive du Japon sur le marché de l'exportation — que par des analyses compliquées des avantages du pays d'origine (puisque les différences sont dues surtout à l'acquisition japonaise de commerces de gros et de détail, du moins dans la première période).

Nous croyons que ces résultats découlent de certains facteurs du losange du pays d'accueil, le Canada ainsi que des losanges des «pays d'origine» de la Triade. De 1974 et 1990, l'importance relative des losanges de la Triade a beaucoup évolué, surtout avec la mondialisation de l'économie japonaise; or les changements survenus ne semblent pas s'être répercutés sur les caractéristiques relatives de l'investissement direct de l'étranger au Canada. Cette constatation signifie qu'il y a lieu de modifier l'approche de Porter de la compétitivité internationale (qui met l'accent sur le losange du pays d'origine seulement) lorsqu'on l'applique au contexte canadien. Pour expliquer les variations de l'investissement étranger au Canada, il faut examiner le losange du Canada même, ainsi que les losanges des nations de la Triade. En fait, il est parfaitement concevable qu'un losange nord-américain soit préférable à des losanges distincts pour expliquer l'investissement direct des États-Unis au Canada, puisque les économies de ces deux pays sont fortement interdépendantes et que l'Accord de libre-échange renforce leur intégration. (On trouvera une discussion plus approfondie de cette thèse dans Rugman et D'Cruz, 1991.)

Nous avons ensuite examiné les profils d'acquisition et d'investissement dans des entreprises nouvelles des membres de la Triade tant sous l'AEIE que sous Investissement Canada. Nous avons ainsi pu faire plusieurs observations. Premièrement, pour l'ensemble des acquisitions, nous n'avons constaté aucune différence significative entre les deux périodes

pour l'Europe (CE et «autres pays européens»), mais nous en avons noté une pour les États-Unis et le Japon. Nous avons ensuite examiné les acquisitions d'une valeur de plus de 5 millions de dollars, pour lesquelles nous n'avons constaté aucune différence significative quant à l'Europe et aux États-Unis. (Nous avons noté des différences significatives entre les deux périodes en ce qui concerne l'investissement direct étranger dans de nouvelles entreprises, pour toute la Triade sauf l'Europe dans la catégorie des gros investissements.) Ces observations sont ou bien une illusion statistique ou bien un signe du fait que l'AEIE a eu pour principale conséquence de réduire le nombre des acquisitions américaines de moindre envergure, surtout dans le secteur des ressources.

Nous n'avons pas décelé, au cours de la période la plus récente, une augmentation de l'investissement direct des États-Unis au Canada au détriment de l'investissement direct de la CE ou du Japon. En fait, depuis la création d'Investissement Canada, la part des acquisitions faites par les États-Unis a été de 60 pour cent, alors qu'elle était de 65 pour cent sous l'AEIE. Il faut évidemment tenir compte d'un grand nombre de facteurs, mais, selon nous, ces résultats signifient que le public n'a pas lieu de s'inquiéter d'un «bradage» du Canada, qui serait la conséquence du fait qu'Investissement Canada réglemente moins sévèrement que l'AEIE l'investissement direct étranger.

Étant donné l'interdépendance économique du Canada et des États-Unis, il est impossible d'analyser l'investissement direct américain au Canada sans analyser également l'investissement canadien aux États-Unis. Bien que notre exposé, comme d'autres que renferme le présent volume, ne porte que sur une moitié de cette relation, il ne faut jamais oublier que la réglementation canadienne de l'investissement direct étranger est inutile si elle est menée pour des raisons nationalistes; la portée mondiale des multinationales canadiennes renforce d'ailleurs cette conclusion. Bien que l'AEIE et Investissement Canada aient répondu à des impératifs différents, ni l'un ni l'autre n'ont sans doute réussi à perturber tellement les caractéristiques de l'investissement direct des nations de la Triade au Canada, quel que soit le secteur, qu'il s'agisse des ressources, de la fabrication ou des services. Vu l'interdépendance des économies, aucune nation n'est isolée dans un monde de concurrence globale.

## Remerciements

Le présent exposé a été commandé par Investissement Canada pour un atelier d'auteurs qui a eu lieu à l'Université de Toronto, le 29 novembre 1990. Nous remercions Steven Murphy de son aide. Nous

exprimons également notre gratitude envers Ed Safarian, Grant Reuber et David Husband pour leurs commentaires fort utiles.

## ANNEXE A

| BRANCHES D'ACTIVITÉ | Code CTI 1980 |
|---|---|
| **Secteur des ressources** | |
| Agriculture et services connexes | 01,02 |
| Pêche et piégeage | 03 |
| Abattage et foresterie | 04,05 |
| Mines, carrières et puits de pétrole | 06 à 09 |
| **Secteur de la transformation et de la fabrication** | |
| Aliments | 10 |
| Boissons | 11 |
| Produits du tabac | 12 |
| Produits du caoutchouc | 15 |
| Produits plastiques | 16 |
| Cuir et produits connexes | 17 |
| Industries primaires du textile | 18 |
| Produits textiles | 19 |
| Vêtements | 24 |
| Bois | 25 |
| Meubles et accessoires | 26 |
| Papiers et produits connexes | 27 |
| Imprimerie, édition et industries connexes | 28 |
| Métaux primaires | 29 |
| Produits de métal (à l'exception des machines et du matériel de transport) | 30 |
| Machines (à l'exclusion des machines électriques) | 31 |
| Matériel de transport | 32 |
| Matériel électrique et électronique | 33 |
| Produits minéraux non métalliques | 35 |
| Produits du pétrole et du charbon raffinés | 36 |
| Industries et produits chimiques | 37 |
| Autres industries de fabrication | 39 |
| **Secteur des services** | |
| Construction | 40 à 44 |
| Transport et entreposage | 45 à 47 |
| Communication et autres services publics | 48 et 49 |
| Commerce de gros | 50 à 59 |
| Commerce de détail | 60 à 69 |
| Finance et assurance | 70 à 74 |
| Courtiers immobiliers et agents d'assurance | 75 et 76 |

| | |
|---|---|
| Services commerciaux | 77 |
| Services gouvernementaux | 81 à 84 |
| Services d'enseignement | 85 |
| Services sociaux et services de santé | 86 |
| Hébergement et restauration | 91 et 92 |
| Autres activités de service | 96 à 99 |

## ANNEXE B

### TEST DU KHI-DEUX APPLIQUÉ AUX CARACTÉRISTIQUES DE L'INVESTISSEMENT EN FONCTION DU PAYS D'ORIGINE

Hypothèse: l'investissement présente les mêmes caractéristiques sous Investissement Canada et sous l'AEIE

| | Ensemble des acquisitions | Acquisitions d'une valeur supérieure à 5 millions de $ | Ensemble des nouvelles entreprises | Ensemble des nouvelles entreprises d'une valeur supérieure à 5 millions de $ |
|---|---|---|---|---|
| | $X^2$ | $X^2$ | $X^2$ | $X^2$ |
| États-Unis | 39,1935 | 1,3996 | 84,392 | 15,543 |
| CE | 4,0274 | 2,6648 | 17,8636 | 4,888 |
| Autres pays européens | 5,0014 | 3,6935 | 18,8749 | 1,183 |
| Japon | 28,8447 | 8,8630 | 3,1018 | 18,330 |
| Autres pays | 67,2738 | 92,2535 | 11,2246 | 3,275 |
| Valeur critique $X^2$ 2,05 | 5,99 | 5,99 | 5,99 | 5,99 |

## BIBLIOGRAPHIE

Baldwin, John et Richard Caves, «Sociétés multinationales étrangères et fusions au Canada», communication à la Conférence sur la mondialisation des entreprises par les fusions et les acquisitions, Investissement Canada, Toronto, 29 novembre 1990.

Caves, Richard E., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, New York, Cambridge University Press, 1982.

Crookell, Harold, *Canadian-American Trade and Investment Under the Free Trade Agreement*, Westport, CN, Quorum Books, 1990.

Daly, Donald, «Canada's International Competitiveness», dans Alan M. Rugman, *International Business In Canada*, Toronto, Prentice-Hall of Canada, 1989, pp. 37-54.

Dunning, John H., *Dunning on Porter: Reshaping the Diamond of Competitive Advantage*, communication préparée pour l'Academy of International Business, octobre 1990.

D'Cruz, Joseph et James Fleck, *Canada Can Compete! Strategic Management of the Canadian Industrial Portfolio*, Ottawa, Institut de recherches politiques, 1985.

Eastman, Harry C. et S. Stykolt, *The Tariff and Competition in Canada*, Toronto, Macmillan, 1967.

Fuss, Melvin et Leonard Waverman, *Costs and Productivity in the Automobile Industry: Japan, Germany, the U.S.A. and Canada*, New York, Cambridge University Press, 1991.

Porter, Michael G., *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press/ Macmillan, 1990.

Reich, Robert B., «Who Is Us?», *Harvard Business Review*, 90:1, janvier/février 1990, pp. 53-64.

Rugman, Alan M., *Multinationals in Canada: Theory, Performance, and Economic Impact*, Boston, Martinus Nijhoff, 1980.

_____, «Research and Development by Multinational and Domestic Firms in Canada», *Analyse de politiques*, VII:4, automne 1981, pp. 604-16.

_____, *Multinationals and Canada-United States Free Trade*, Columbia, SC, University of South Carolina Press, 1990.

Rugman, Alan M. et Joseph R. D'Cruz, *Fast Forward: Strategies for Improving Canada's International Competitiveness*, Toronto, Kodak Canada, 1991.

Rugman, Alan M. et John McIlveen, *Megafirms: Strategies for Canada's Multinationals*, Toronto, Methuen/Nelson, 1985.

Rugman, Alan M. et Alain Verbeke, *Global Corporate Strategy and Trade Policy*, Londres et New York, Routledge, 1990.

Rugman, Alan M. et Joseph D'Cruz, *New Visions for Canadian Business: Strategies for Competing n the Global Economy*, Toronto, Kodak Canada, 1990.

Safarian, A. Edward, *Foreign Ownership of Canadian Industry*, Toronto et New York, McGraw Hill, 1968.

Shapiro, Daniel, *Foreign and Domestic Firms in Canada*, Toronto, Butterworths, 1980.

Watkins, Mel, «The Economics of Nationalism and .he nationality of Economics», *Revue canadienne d'économique*, hiver 1978.

*John R. Baldwin,*
*Le Conseil économique du Canada*

*et*

*Richard E. Caves*
*Université Harvard*

4

# Sociétés multinationales étrangères et fusions au Canada

NOUS DÉMONTRONS, dans le présent document, que l'effet des fusions au Canada est lié à la présence de sociétés multinationales et se présente différemment dans les marchés où ces sociétés prospèrent que dans ceux où leur présence est plus discrète. Les fusions impliquant des multinationales étrangères sont depuis longtemps l'objet d'une attention particulière en raison des inquiétudes quant à l'indépendance nationale que suscite le transfert d'actifs d'entreprise à des mains étrangères. En fait, les acquisitions par des entreprises étrangères sont soumises à un tamisage depuis la création de l'Agence d'examen de l'investissement étranger en 1974. L'attention accordée à ces opérations effectuées par des multinationales n'a toutefois pas été accompagnée d'une analyse économique de leurs tenants et aboutissants. Nous aborderons, dans le présent document, la façon dont ces opérations diffèrent des opérations de fusion entre sociétés nationales et l'effet qu'elles peuvent avoir sur la productivité des actifs d'entreprise transférés. Nous avons recours aux données de Statistique Canada sur les établissements du secteur manufacturier canadien afin de comparer la nature et les conséquences des fusions internationales et les autres transferts de contrôle qui se sont produits entre 1970 et 1979.

## CADRE D'ANALYSE: LES FUSIONS

MÊME SI LA CESSION DU CONTRÔLE d'actifs commerciaux ne suscitait pas d'inquiétude, les fusions prêteraient à controverse uniquement en raison de leurs conséquences économiques. La théorie de l'existence d'un marché du contrôle des entreprises tendrait à favoriser les fusions puisqu'elle laisse supposer que les fusions et les opérations connexes font passer, comme c'est souhaitable, le contrôle des actifs d'entreprise aux mains de

dirigeants plus compétents et mieux en mesure de les faire prospérer. L'amélioration du rendement peut provenir de diverses sources. Ainsi, le transfert de contrôle peut entraîner une économie des frais généraux et des ressources incorporelles comme le révèle la théorie de la diversification des entreprises. Ces ressources sont alors à la disposition de nouveaux dirigeants qui, en raison de leurs plus grandes compétence et motivation, sont mieux en mesure d'en obtenir un rendement optimal.

Bien qu'en principe la théorie d'un marché du contrôle des entreprises emporte généralement l'adhésion, des sceptiques aux États-Unis et en Angleterre ont prétendu déceler d'importantes inefficacités dans les opérations qui accompagnent les transferts de contrôle. Ces lacunes apparaissent non seulement dans le cas des fusions horizontales, qui entravent la concurrence — problème qui déborde le cadre de la présente étude — mais aussi dans les cas de fusions de grandes sociétés, où il est permis de douter des motifs de l'acquéreur ainsi que de sa compétence à faire fructifier plus efficacement les actifs transférés. L'incidence négative sur la productivité des grandes fusions en vue de la diversification aux États-Unis a d'abord été constatée dans les conglomérats des années 1960. L'analyse des données de 1960 à 1970 indique que les acquisitions par les grandes entreprises, loin d'augmenter la rentabilité des unités transférées, l'avaient diminuée (Ravenscraft et Scherer, 1987). Mueller (1985) a observé que les parts de marché des entités transférées au moyen de grandes fusions au cours de la période de 1950 à 1972 avaient tellement rétréci que cette diminution ne pouvait s'inscrire dans le cadre d'une régression normale. En fait, jusqu'à récemment, presque toutes les fusions aux États-Unis ont eu des résultats négatifs, le seul avantage prouvé, soit le recours accru à la dette déductible aux fins d'impôts, étant d'ordre privé et non d'ordre social[1]. Ces effets négatifs des fusions ont été imputés surtout aux motifs des dirigeants des grandes entreprises qui pourraient retirer de ces fusions des avantages personnels incompatibles (dans une certaine mesure) avec la maximisation du rendement pour les actionnaires de l'acquéreur.

Les conclusions étaient généralement les mêmes au Canada, comme l'indique le rapport de la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés (1978). La Commission a découvert (chapitre 5) que la diversification de sociétés non liées entre elles, généralement obtenue au moyen de fusions, n'avait, dans le meilleur des cas, eu aucun effet sur la rentabilité de l'entreprise. En énumérant les principes qui président aux grandes fusions (pages 150-154), le rapport reconnaît le rôle des motifs des dirigeants, de même que les objectifs qui devraient augmenter l'efficacité. (Les preuves particulières sont expliquées plus bas.)

Contrairement à ces conclusions *a posteriori*, il existe de nombreuses preuves préliminaires quant à l'efficacité du marché du contrôle des sociétés.

Les ratios de la valeur marchande par rapport à la valeur comptable étaient plus faibles pour les entreprises acquises au moyen de fusions, et le rendement du marché boursier, avant l'acquisition, était inférieur au taux normal. Les primes substantielles versées pour obtenir le contrôle des entreprises cibles — montants supérieurs à la valeur marchande de ces entreprises à l'état autonome — sont la preuve qu'on prévoyait l'accroissement de leur valeur. Ces primes témoignent de l'écart important entre les prix plafonds des vendeurs et des acheteurs. Par ailleurs, le peu de valeur ou la valeur négative accordée aux opérations par les actionnaires de l'acquéreur laisse supposer que les gains prévus ne se sont pas réalisés pour l'acquéreur et la société acquise. Eckbo (1988) signale que les études du marché boursier au moment d'une fusion au Canada révèlent que les actionnaires des deux sociétés en retirent un avantage. Les conclusions sont les mêmes au Canada et aux États-Unis pour les avantages retirés par les sociétés cibles; quant aux avantages pour les acquéreurs, ils semblent plus importants au Canada qu'aux États-Unis. Eckbo attribue cette différence au fait que les dimensions des acquéreurs et des entreprises cibles diffèrent moins au Canada qu'aux États-Unis. En raison de leur dimension presque identique, les entreprises qui fusionnent au Canada peuvent plus facilement distinguer les gains résultant de la fusion de ceux issus d'autres facteurs.

Bien que les conclusions quant à l'efficacité des grandes fusions diffèrent selon qu'il s'agit de conclusions préliminaires ou *a posteriori*, de récents événements ont transformé la perspective. En premier lieu, bien que la fréquence des grandes fusions ait diminué, celle des autres opérations se maintient. Ces dernières comprennent les cessions, en vertu desquelles les unités d'une entreprise sont transférées à une autre entreprise, et les fusions-scissions et les fusions-absorptions qui simplifient la tâche de gestion ou renforcent la motivation des dirigeants. Les cessions semblent avoir comme résultat de faire passer les actifs aux mains de dirigeants plus compétents pour les gérer ou plus aptes à augmenter la productivité, grâce à la synergie des efforts. Les scissions et absorptions ont surtout pour effet de renforcer la motivation des dirigeants à maximiser les profits. Les conclusions des études américaines (par exemple, Kaplan, 1989) ont confirmé le potentiel de création de valeur de ces opérations. En second lieu, les conclusions *a posteriori* selon lesquelles les grandes fusions auraient un effet négatif sur la productivité ne semblent pas confirmées par l'ensemble des données sur les conséquences de toutes fusions, quelle que soit leur importance, et des autres types de transferts de contrôle (voir Lichtenberg et Siegel, 1987, pour les États-Unis; les données pour le Canada apparaissent ci-après). Bien que les conclusions des études américaines démontrent que de grandes fusions ayant un effet douteux sur la productivité continuent à se

produire, l'ensemble des transactions relatives au contrôle d'entreprises semblent avoir été plus favorables au cours des années 1980.

La plupart de ces questions sur les résultats pour la productivité des grandes fusions ont leur origine à l'extérieur du Canada. Elles peuvent toutefois se poser dans le cas des fusions réalisées au Canada, du simple fait que certains transferts de contrôle au Canada sont effectués par ces grandes entreprises, qui agissent à titre de multinationales. Nous évaluerons ci-après si la recherche sur les transferts de contrôle au Canada justifie le point de vue favorable proposé par la théorie du marché du contrôle des entreprises.

## HISTORIQUE: LES MULTINATIONALES

L'ANALYSE ÉCONOMIQUE DES FUSIONS peut être liée à celle des multinationales. La théorie selon laquelle les gains synergiques sont un motif pour les fusions (non horizontales) se rapproche de la théorie de l'expansion des multinationales. Les deux types d'analyse supposent que le processus de production exige des biens de production indivisibles[2] ou incorporels qu'une entreprise peut utiliser simultanément sur plus d'un marché. Dans la mesure où la nature indivisible ou incorporelle d'un bien empêche l'entreprise propriétaire d'utiliser ce bien à pleine capacité sur un seul marché, l'entreprise propriétaire se trouve incitée à pénétrer un autre marché en rendant son coût marginal inférieur à celui d'un nouveau venu sur le marché qui doit débourser le plein prix du bien de production indivisible. Ainsi, la pénétration du marché par des entreprises établies est plus facile que pour les nouvelles entreprises. La même théorie, fondée sur le principe des biens indivisibles ou incorporels, est à la source de l'hypothèse d'internalisation, selon laquelle l'investissement direct étranger est une transaction qui lie les marchés au delà des frontières. Cette théorie semble aussi être une théorie de diversification lorsque les fusions ou les autres opérations réunissent des unités d'entreprise dans divers marchés d'un même pays. Dans les deux cas, l'actif indivisible peut servir à de multiples usages; ce service doit être transférable d'un marché à un autre, dans le cas d'une diversification, et d'une région géographique à une autre, dans le cas d'un investissement étranger.

Une entreprise peut réaliser la diversification de même que l'investissement direct étranger, soit par la construction d'une usine (nouvel établissement), soit par l'acquisition d'une entreprise ou d'une usine établie (en plus d'autres opérations qui impliquent le partage de biens indivisibles ou incorporels ou le partage de l'utilisation de ces biens). Cependant, la raison qui mène à la diversification internationale (l'actif indivisible trop important pour être pleinement exploité sur le marché national) incite aussi à pénétrer le marché au moyen d'une acquisition plutôt

qu'au moyen de la construction d'un nouvel établissement. Si le marché national original était trop étroit pour permettre la pleine exploitation de l'actif spécialisé, le marché canadien sera probablement de faible importance, compte tenu de la taille de l'entreprise. Les marchés qui sont petits par rapport à la taille des entreprises qui y exercent leurs activités sont des marchés concentrés, et l'entrée sur ces marchés se fait plus fréquemment au moyen d'acquisitions qu'au moyen de nouvelles constructions[3].

La recherche empirique sur l'investissement étranger au Canada (et ailleurs) a confirmé les hypothèses proposées plus haut et démontré que l'étendue des activités des multinationales varie d'une entreprise à l'autre. Les causes vérifiées au Canada comprennent non seulement l'importance des biens indivisibles et incorporels mais aussi l'affinité de l'industrie pour l'exploitation dans plusieurs usines sur le territoire des États-Unis (Caves, 1974). Les analyses ont confirmé le rôle arbitragiste des multinationales au Canada, à l'égard des innovations des sociétés mères (DeMelto, McMullen et Wills, 1980), et l'importance des filiales canadiennes à titre d'agents de marketing pour les produits variés de leurs sociétés affiliées (McFetridge, 1987). Baldwin et Gorecki (1986a, chapitre 7) ont observé l'incidence positive de l'investissement étranger sur la productivité au Canada. D'autres conclusions confirmant l'association de la diversification et de l'investissement étranger montrent que les deux modes d'expansion remplacent la croissance de l'entreprise; au cours d'une période donnée, l'expansion se fait selon l'un ou l'autre de ces modes (Caves, 1975; Wolf, 1977)[4].

Bien qu'elle comporte des aspects normatifs, la théorie de l'internalisation des multinationales est identique à une partie de la théorie du marché du contrôle d'entreprise, soit que les fusions constituent un redéploiement efficace des actifs d'entreprise, les gains prévus provenant d'une meilleure utilisation des actifs indivisibles. Cependant, l'hypothèse selon laquelle les fusions augmentent la productivité en raison d'une gestion plus compétente ou de meilleurs stimulants offerts aux dirigeants n'est guère confirmée par les multinationales. Il est très probable (bien que difficile à vérifier) que l'efficacité des dirigeants soit liée à leur connaissance de la langue, de la culture, de l'administration politique et des traditions. En d'autres termes, si une entreprise canadienne est mûre pour la prise de contrôle en raison des limites de ses dirigeants ou de sa performance insuffisante, une multinationale japonaise (mis à part tous ses autres avantages) n'est probablement pas l'agent idéal pour la remettre sur pied[5].

Un autre aspect des fusions et des multinationales a trait à l'évaluation négative des grandes fusions aux États-Unis, à l'époque des conglomérats. Les entreprises multinationales ont tendance à être de dimensions imposantes, et les dirigeants de grandes entreprises sont surveillés de moins

près que ceux des petites entreprises (sans mentionner les dirigeants des filiales). Bien que le coût fixe associé à la coordination des activités de la multinationale de part et d'autre de la frontière Canada - États-Unis soit certainement inférieur à ce qu'il serait s'il s'agissait d'autres frontières, ramenant ainsi les multinationales à la portée des petites entreprises, il est encore possible que de grandes multinationales tentent des fusions internationales comportant un faible potentiel de création de valeur. Certaines entreprises canadiennes peuvent avoir subi une perte de productivité à la suite d'opérations transfrontalières. Les grandes fusions peuvent être responsables de transferts de contrôle d'entreprises canadiennes d'une multinationale à une autre et ces opérations n'ont pas eu un effet favorable sur la productivité au Canada. Bien entendu, des transferts de contrôle ultérieurs d'une entreprise étrangère à une autre peuvent avoir un effet favorable sur la productivité en annulant ces fusions.

Ces considérations semblent confirmer diverses prévisions quant aux fusions d'entreprises étrangères au Canada:

1. Dans la mesure où les fusions améliorent l'utilisation des actifs indivisibles ou incorporels, elles devraient se produire plus fréquemment dans les secteurs où l'investissement étranger est important. Les entreprises étrangères devraient avoir une grande activité à titre d'acheteurs et de vendeurs, pas nécessairement en fonction de leur part combinée d'activité dans le secteur. Les fusions impliquant des entreprises étrangères devraient entraîner une augmentation de la productivité des actifs cédés, augmentation qui serait au moins égale à celle que l'on observe dans les fusions d'entreprises nationales[6].
2. Dans la mesure où les fusions servent à améliorer la motivation ou la capacité d'innovation des dirigeants, il faudrait retrouver moins d'acheteurs chez les multinationales, sauf lorsque les transferts de contrôle au Canada sont le corollaire de fusions entre entreprises à l'extérieur du Canada. La fréquence des transferts de contrôle impliquant des multinationales devrait être relativement indépendante du volume d'activité dans un secteur où les entités sous contrôle étranger sont en grand nombre. Les fusions d'entreprises nationales devraient entraîner des augmentations de productivité au moins aussi importantes que les fusions entre entreprises étrangères.
3. Si les fusions internationales au Canada devaient être affectées par la tendance à négliger la maximisation des profits qui prévaut dans les grandes multinationales, elles seraient concentrées dans les secteurs à fort contrôle étranger, mais seraient moins productives que les fusions d'entreprises nationales. Cette prévision vaut également pour les transferts de contrôle au Canada qui résultent des fusions ou d'autres

changements stratégiques ayant lieu à l'extérieur du Canada. L'effet sur la productivité des fusions serait indirectement proportionnel à la taille des entreprises.

## Conclusions antérieures sur les fusions et les multinationales au Canada

Nous résumons maintenant les conclusions tirées de la recherche antérieure sur les fusions au Canada et les activités des entreprises étrangères dans les opérations de transfert de contrôle. Baldwin et Gorecki (1986b) ont rassemblé des données sur les modes de fusion dans les années 1970. Les entreprises étrangères et nationales ont fait des acquisitions dans une proportion à peu près identique à celle de leur présence dans le secteur manufacturier canadien. Les entreprises canadiennes ont acquis 56,3 pour cent de toutes les entreprises non consolidées qui ont été absorbées; 42,8 pour cent des unités acquises étaient nationales, alors que 13,5 pour cent étaient étrangères. Les 43,8 pour cent acquis par des entreprises étrangères consistaient en 22,6 pour cent d'unités nationales et de 21,2 pour cent d'autres unités étrangères, les acquisitions par des entreprises étrangères étant passées graduellement de ces entreprises aux entreprises nationales depuis dix ans[7]. La plupart des entreprises acquises étaient de petite taille, et les acquéreurs ont acheté des unités de taille généralement inférieure à la leur, et rarement de taille supérieure.

Les entreprises étrangères tendent à pénétrer le marché au moyen de l'acquisition d'usines plutôt que par la construction de nouvelles installations. Les entreprises nationales comptent davantage sur un nouvel établissement. Une analyse des déterminants des entrées sur le marché au moyen de l'acquisition (Baldwin et Gorecki, 1987) indiquait que les acquéreurs nationaux étaient plus sensibles que leurs homologues étrangers aux stimulants offerts par la croissance du marché intérieur et du marché de l'exportation, de même qu'aux bénéfices à court terme[8]. Comme le laissaient supposer des données antérieures, ni les entreprises nationales ni les entreprises étrangères établies qui pénètrent le marché canadien au moyen d'acquisitions ne sont généralement rebutées par les obstacles structurels, et les étrangers qui font leur entrée sur le marché sont même attirés par les économies d'échelle et les autres facteurs qui constituent un désavantage pour les petites entreprises[9].

Baldwin et Gorecki ont constaté que les transferts de contrôle au cours des années 1970 avaient généralement eu un effet favorable sur la productivité (mesurée selon les expéditions par salarié). Leurs conclusions indiquaient que les usines qui étaient passées en d'autres mains pendant la

décennie avaient amélioré leur situation par rapport aux autres usines. Ces résultats sont compatibles avec les conclusions de Lichtenberg et Siegel (1987) pour les États-Unis pendant les années 1970, selon lesquelles, si l'on tient compte de tous les types de transferts de contrôle et de toutes les tailles des entreprises cédées, les transferts de contrôle ont généralement un effet favorable sur la productivité.

Il est impossible de dire si le Canada a échappé aux baisses de productivité associées aux acquisitions de diversification par les grandes entreprises aux États-Unis, bien que les données canadiennes laissent croire que les entreprises qui ont réalisé de nombreuses fusions ou se sont engagées dans des diversifications non liées à leur secteur d'activité n'ont pas tiré profit de ces opérations[10]. Les données sur les motifs des entreprises qui ont fait des acquisitions au Canada invitaient aux mêmes conclusions: une incidence favorable sur la productivité dans le cas des fusions, mais certaines réserves pour les acquisitions de grande importance par de grandes entreprises[11]. Diverses autres analyses permettent de conclure que bien que la productivité baisse généralement dans les unités acquises par de grandes entreprises aux États-Unis, tel n'est pas nécessairement le cas au Canada.

## CONCLUSIONS EMPIRIQUES

SELON LES HYPOTHÈSES mises de l'avant dans les deux premières sections du présent document, il existe deux prévisions contradictoires sur la fréquence des transferts de contrôle impliquant des entreprises étrangères et l'incidence de ces transferts sur la performance des unités cédées. Nous vérifions ces hypothèses au moyen de données de Statistique Canada portant sur tous les établissements du secteur manufacturier canadien dans les années 1970 et 1979. Chaque établissement est classé soit sous contrôle national, soit sous contrôle étranger. En outre, nous observons l'évolution de chaque établissement en 1970; nous notons s'il a continué son exploitation jusqu'en 1979 sans qu'il y ait transfert de contrôle, s'il a été fermé (dans l'affirmative, nous notons si l'entreprise propriétaire a poursuivi ou interrompu l'exploitation), ou s'il a continué son exploitation sous un nouveau contrôle. Lorsqu'il y a eu transfert de contrôle, un établissement peut passer d'une entreprise quittant le marché (ou établie) à une autre, ou d'une entreprise quittant le marché à une qui arrive sur le marché, ou passer d'un sens à l'autre entre entreprises nationales ou étrangères. Les transferts de contrôle comprennent non seulement les fusions et les acquisitions, mais aussi les cessions d'entités d'une entreprise à une autre, les fusions-scissions aux actionnaires, et les fusions-absorptions; toutes

ces opérations ont été beaucoup plus courantes dans les années 1980 que pendant la décennie précédente.

Nous avons éliminé les transferts de contrôle impliquant toutes les usines cédées par des entreprises toujours en affaires mais qui quittent le marché, parce que ces transferts représentaient des situations spéciales et limitées. La question demeure s'il faut partager les usines restantes cédées par les entreprises quittant le marché en deux catégories: celles qui ont été acquises par des entreprises encore en affaires qui quittent le marché (fusions horizontales) et celles qui sont achetées par de nouveaux venus sur le marché (diversification non liée à l'activité). Certaines fusions horizontales augmentent la concentration réelle des producteurs et entraînent une hausse des prix; dans ces cas, toute augmentation apparente de la productivité pourrait découler en partie ou entièrement de l'augmentation des loyers de monopole. En dépit de cette possibilité, nous avons retenu pour analyse la catégorie des fusions horizontales. De nombreuses fusions de cette catégorie représentent, sans aucun doute, des diversifications dans des activités connexes ou des transferts de contrôle à des dirigeants qui connaissent l'exploitation de l'usine ainsi cédée, et non des fusions de monopole. Puisque, selon notre hypothèse, nous estimons que ces fusions peuvent entraîner l'augmentation réelle de la productivité, nous ne voulons pas les mettre à l'écart. Par contre, nous ne voulons pas non plus confondre leur incidence avec celle des prises de contrôle de la catégorie principale. Nous présentons donc sous forme de tableaux les résultats des désinvestissements associés aux prises de contrôle par des entreprises d'un autre secteur d'activité. Nous répétons tous les calculs des opérations horizontales et signalons les résultats lorsqu'ils diffèrent sensiblement de ceux des transferts de contrôle à des entreprises d'un autre secteur d'activité.

Nous avons choisi une stratégie très simple pour indiquer la fréquence et les effets des fusions impliquant des entreprises étrangères, tout en tenant compte des structures des industries en question. Nous avons classé les secteurs de l'industrie en leur donnant chacun quatre chiffres dans la classification type des industries (CTI) en 1970, d'après les proportions de leurs expéditions provenant d'établissements sous contrôle étranger, et nous les avons divisés en trois groupes selon le niveau de propriété étrangère, soit faible, moyen et élevé. Nous avons alors observé la rotation des établissements de 1970 à 1979 pour les secteurs dans chaque groupe d'entreprises sous contrôle étranger, en utilisant diverses pondérations lorsque nous avons calculé la moyenne pour chaque groupe. Ce simple procédé nous permet de distinguer l'incidence et les conséquences des transferts de contrôle impliquant des entreprises nationales et étrangères, tout en tenant compte des caractéristiques structurelles des secteurs qui attirent les entreprises multinationales. Si les fusions impliquant des entreprises

étrangères diffèrent de celles des entreprises nationales, nous pouvons déterminer si la différence découle des débouchés de leurs marchés particuliers ou des caractéristiques des entreprises elles-mêmes, en examinant dans quelle mesure les fusions diffèrent d'un secteur de l'industrie à l'autre. Parce que nous observons l'univers des établissements du secteur manufacturier canadien auquel l'hypothèse s'applique, nous ne faisons qu'une utilisation limitée des données statistiques[12].

## DIFFÉRENCE STRUCTURELLE ENTRE LES SECTEURS DE L'INDUSTRIE

LA RECHERCHE ANTÉRIEURE a montré que la prééminence des multinationales ou de leurs filiales dans un secteur de l'industrie est étroitement associée à de nombreux éléments de la structure de marché de ce secteur. Ces éléments affectent la possibilité que les transferts de contrôle entraînent les divers effets présentés en hypothèse plus haut. Nous commençons donc par signaler les avantages des différences structurelles entre les secteurs des trois catégories d'entreprises, catégories établies selon la proportion de propriété étrangère. Le tableau 1 montre la vaste gamme et la distribution symétrique des moyennes de propriétés étrangères dans les groupes. La baisse substantielle de propriétés étrangères qui a eu lieu dans les années 1970 est évidente: la propriété moyenne est tombée de 8,1 pour cent dans les secteurs à forte propriété étrangère et de 10,2 pour cent dans les secteurs à propriété étrangère moyenne tandis qu'elle a augmenté de 5,0 pour cent dans les secteurs à faible propriété étrangère.

La théorie de l'internalisation a prévu avec raison l'existence d'un lien entre la propriété étrangère et divers éléments de la structure du marché. Le tableau 1 confirme les ratios de la publicité par rapport aux ventes, ainsi que la soudaine augmentation de la proportion du personnel de recherche-développement par rapport à l'effectif global en raison de la propriété étrangère. Les prévisions n'étaient cependant pas justes pour ce qui est de l'étendue de l'exploitation dans plusieurs usines des quatre plus importantes entreprises du Canada[13]. Les indices qui permettent de prévoir la propriété étrangère sont aussi valables pour les prévisions quant à la concentration (expéditions provenant des quatre plus importantes entreprises) entre producteurs, de sorte que nous prévoyons et nous observons l'augmentation de la concentration parallèlement à la prise de contrôle étrangère. Dans chaque groupe, de faibles diminutions de la concentration ont eu lieu et pourraient être associées à un recul de la propriété étrangère. Une autre différence substantielle résulte de la complexité et de la diversité des gammes de produits des secteurs des groupes de divers niveaux de

TABLEAU 1

CARACTÉRISTIQUES MOYENNES[1] DES SECTEURS ET VARIATIONS DE CARACTÉRISTIQUES CHOISIES, SELON L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE[2]

| | | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| CARACTÉRISTIQUES | ANNÉE | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | ENSEMBLE INDUSTRIES |
| Propriété étrangère[3] | 1970 | 11,9 | 41,0 | 81,1 | 44,4 |
| | 1979 | 12,5 | 36,8 | 73,9 | 40,9 |
| Publicité/ventes | 1975 | 0,8 | 1,1 | 1,7 | 1,2 |
| R-D/employés (%) | 1975 | ,12 | ,73 | 1,43 | ,76 |
| Usines par firme[4], | 1970 | 3,16 | 3,67 | 3,02 | 3,29 |
| firme de tête | 1979 | 2,97 | 4,06 | 3,23 | 3,43 |
| Usines par | 1970 | 1,16 | 1,32 | 1,33 | 1,27 |
| entreprise | 1979 | 1,16 | 1,33 | 1,34 | 1,27 |
| Concentration — | 1970 | 38,2 | 51,7 | 63,1 | 50,9 |
| quatre firmes | 1979 | 37,1 | 50,7 | 62,0 | 49,9 |
| Nombre de produits classés | 1970 | 9,2 | 13,7 | 20,0 | 14,4 |
| Droits de douane nominaux | 1970 | 15,3 | 10,3 | 9,2 | 11,6 |
| | 1978 | 13,3 | 9,0 | 7,9 | 10,1 |
| Droits de douane effectifs[5] | 1966 | 17,6 | 13,9 | 14,1 | 15,2 |
| | 1978 | 15,5 | 10,3 | 10,1 | 12,0 |
| Disparition intérieure/ | 1970 | 1,06 | 1,10 | 1,27 | ,14 |
| expéditions | 1979 | 1,11 | 1,15 | 1,31 | 1,19 |
| Exportations/expéditions | 1970 | 10,4 | 15,1 | 20,4 | 15,3 |
| | 1979 | 13,4 | 18,2 | 26,2 | 19,3 |

1 Les caractéristiques moyennes sont calculées pour les industries à quatre chiffres dans une catégorie d'importance de la propriété étrangère. On obtient chaque catégorie en divisant la population à quatre chiffres en trois groupes comptant un nombre égal d'industries, en fonction de la propriété étrangère.

2 On trouvera une définition détaillée des variables dans Baldwin et Gorecki (1986, annexe A, p. 1972-1982

3 La propriété étrangère est définie en fonction des expéditions contrôlées par l'étranger. Une firme est considérée comme contrôlée par l'étranger si celui-ci exerce un contrôle effectif - même dans le cas où la société mère étrangère détient moins de 50 pour cent des actions.

4 Une firme est définie comme l'ensemble des usines placées sous un contrôle commun.

5 Les droits de douane effectifs indiqués ici correspondent à la version 2 de Baldwin et Gorecki (1986, annexe A).

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

propriété. La différence apparaît dans le nombre moyen de produits définis à l'inventaire et classés pour chaque secteur. Ce nombre est deux fois plus élevé dans le groupe à forte propriété étrangère que dans le secteur à faible propriété étrangère. Des économies d'envergure dans la distribution des gammes s'accroissent avec la propriété étrangère et l'augmentation est

compatible avec le rôle de la filiale étrangère comme circuit de distribution pour une gamme de produits assemblés dans l'usine originale et dans la filiale étrangère.

Historiquement, la protection tarifaire a servi à promouvoir l'investissement étranger au Canada, mais aucun lien solide n'apparaissait entre les tarifs et les investissements étrangers dans les années 1970. Les tarifs nominaux ont diminué avec la propriété étrangère, bien que les tarifs effectifs aient été les mêmes pour les groupes à moyenne et à forte propriété étrangère. Les trois groupes ont connu des réductions modérées des tarifs nominaux et des tarifs effectifs. Comme Matthews (1985) l'a indiqué, l'expansion du commerce à l'intérieur du secteur s'est produite de façon à peu près uniforme dans tous les secteurs manufacturiers. L'intensité des importations est indiquée par le ratio d'utilisation intérieure (expéditions nationales moins les exportations plus les importations). Chaque groupe est en concurrence pour les importations, particulièrement le groupe à forte propriété étrangère. Le ratio d'importations nettes par rapport à la production a augmenté environ dans la même proportion pour les trois groupes, au cours des années 1970. La propriété étrangère entraîne une augmentation des exportations, et le niveau d'opérations commerciales entre entreprises du même secteur est élevé dans les secteurs à forte propriété étrangère. Les exportations ont augmenté de 25 pour cent durant les années 1970, et cette augmentation n'était pas liée à la propriété étrangère.

En raison de notre focalisation sur les fusions et acquisitions qui sont réalisées entre divers secteurs de l'industrie et qui entraînent la diversification, nous avons aussi analysé l'information sur la diversification des entreprises classées pour chaque secteur (tableau 2). La première section donne le premier indice Herfindahl (inverse) de diversification pour les entreprises consolidées qui possèdent des usines dans le secteur, mesuré dans toutes les usines des secteurs manufacturier, minier et forestier du Canada. Les entreprises sous contrôle étranger sont plus diversifiées que les entreprises nationales dans tous les groupes (voir tableau 2, ligne 2). La diversification augmente en fonction de la propriété étrangère, en partie parce que les entreprises canadiennes sont moins diversifiées dans les secteurs à faible propriété étrangère, mais principalement à cause de la croissance du nombre d'entreprises plus diversifiées sous contrôle étranger.

La ligne 3 du tableau 2 répète le nombre moyen de produits classifiés pour le secteur (du tableau 1) et donne la moyenne de l'indice inverse, qui est environ la limite minimale pour l'indice Herfindhal de diversification dans le secteur. La ligne 4 donne la moyenne de la diversification des usines au niveau des produits identifiés par quatre chiffres[14]. Comme la diversification des entreprises, la diversification moyenne au niveau des usines est la moins marquée (pour tous les établissements réunis) dans les

TABLEAU 2

CARACTÉRISTIQUES MOYENNES DE DIVERSITÉ DES USINES ET DES ENTREPRISES CONSOLIDÉES; INDUSTRIES CLASSÉES PAR IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE, 1979

| CARACTÉRISTIQUE | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | ENSEMBLE |
|---|---|---|---|---|
| | FAIBLE | MOYENNE | FORT | DES IND. |
| 1. Indice Herfindahl de diversification interindustrielle au niveau de l'entreprise[1] | | | | |
| Ensemble des entreprises | 0,89 | 0,77 | 0,72 | 0,80 |
| Intérieures | 0,90 | 0,82 | 0,82 | 0,84 |
| Contrôlées par l'étranger | 0,74 | 0,64 | 0,64 | 0,67 |
| 2. Ratio de diversification - entreprises intérieures divisées par entreprises étrangères | 1,28 | 1,34 | 1,35 | 1,33 |
| 3. Nombre moyen de produits à quatre chiffres du recensement classés selon l'industrie[2] | | | | |
| Nombre | 9,21 | 13,66 | 20,02 | 14,41 |
| Inverse | 0,27 | 0,23 | 0,22 | 0,24 |
| 4. Indice Herfindahl moyen de diversification au niveau de l'usine dans l'industrie[3] | | | | |
| Ensemble des établissements | 0,80 | 0,79 | 0,76 | 0,79 |
| Intérieurs | 0,80 | 0,80 | 0,77 | 0,80 |
| Contrôlés par l'étranger | 0,81 | 0,78 | 0,75 | 0,78 |

1 La spécialisation au niveau de l'entreprise est la spécialisation de la société mère calculée dans toutes les industries à quatre chiffres du secteur manufacturier, de l'industrie minière et de l'industrie forestière.

2 Le «nombre de produits» est le nombre de produits de la classification des produits industriels (CPI) à quatre chiffres (2 326 au total) par industrie.

3 La spécialisation au niveau de l'usine est l'indice Herfindahl des expéditions des usines au niveau à quatre chiffres de la CPI.

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe de l'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

secteurs à faible propriété étrangère, et la plus élevée pour le groupe à forte propriété étrangère. La diversification au niveau des usines augmente dans tous les groupes a propriété étrangère, comme on peut s'y attendre, en fonction du nombre de produits classifiés pour le secteur (ligne 4). L'augmentation est légèrement plus élevée pour les usines étrangères, mais la différence est faible[15].

Ainsi, les secteurs à forte propriété étrangère présentent aussi un niveau élevé de diversification. Les possibilités de diversification à l'intérieur de ces secteurs sont aussi élevées. Le phénomène est plus accentué lorsqu'il provient des coûts combinés ou complémentaires dans des activités non liées à la production, et non des coûts combinés des usines. La diversification actuelle au niveau des usines augmente dans la même proportion; l'augmentation est légèrement plus faible dans les usines nationales que dans les usines étrangères.

TABLEAU 3

PART DE MARCHÉ MOYENNE[1] DES ÉTABLISSEMENTS OUVERTS, FERMÉS ET DONT LE CONTRÔLE A CHANGÉ, SELON LA CATÉGORIE D'ENTREPRISE ET L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE, 1970 ET 1979 (%)

| CARACTÉRISTIQUES | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | ENSEMBLE DES IND. |
|---|---|---|---|---|
| | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | |
| Établissements fermés par entreprises sortantes (1970)[2] | 26,9 | 18,8 | 11,4 | 19,1 |
| Établissements ouverts par entreprises entrantes (1979)[3] | 25,0 | 18,7 | 13,0 | 18,9 |
| Entreprises fermées par entr.maintenues (1970)[4] | 4,7 | 6,5 | 6,8 | 6,0 |
| Nouvelles usines ouvertes par entreprises maintenues (1979)[5] | 4,5 | 7,4 | 7,3 | 6,5 |
| Usines cédées par entreprises sortantes (1970) | 11,3 | 15,7 | 14,0 | 13,8 |
| Usines acquises par entreprises entrantes (1979) | 9,3 | 13,6 | 12,1 | 11,7 |
| Usines cédées par entreprises maintenues (1970) | 3,9 | 2,2 | 3,9 | 3,3 |
| Usines acquises par entreprises maintenues (1979) | 4,6 | 6,4 | 4,9 | 5,4 |

1 Ces données sont fondées sur les expéditions des usines et comprennent tous les établissements sauf les sièges sociaux. On trouvera un exposé de l'échantillion utilisé dans Baldwin et Gorecki (1991a). Les calculs présentés dans ce tableau sont des moyennes non pondérées au niveau des industries à quatre chiffres.

2 Les établissements fermées sont les usines existant en 1970, dans une industrie particulière à quatre chiffres, qui ne font plus partie de l'industrie considérée en 1979. Certains ont effectivement fermé leurs portes, tandis que d'autres ont été convertis à d'autres activités. On trouvera un exposé de la répartition entre ces catégories dans Baldwin et Gorecki (1991a).

3 Les établissements ouverts sont les usines existant en 1979 dans une industrie particulière à quatre chiffres qui n'étaient pas présentes en 1970. Certaines sont de nouvelles usines, tandis que d'autres proviennent d'une autre industrie à quatre chiffres.

4 Toutes les usines cédées se trouvent dans la même industrie à quatre chiffres en 1970 et 1979.

5 Les entreprises entrantes sont celles qui possèdent une usine dans une industrie particulière à quatre chiffres en 1979, mais non en 1970. Les entreprises sortantes correspondent à la situation inverse. Les entreprises maintenues sont celles qui possèdent des usines dans une industrie tant en 1970 qu'en 1979.

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

Ces différences structurelles entraînent des différences dans la rotation et le contrôle des installations, comme indiqué au tableau 3. La part de marché des expéditions provenant de chaque catégorie d'établissements a été obtenue pour chaque secteur dans chaque groupe, et les moyennes non pondérées ont ensuite été utilisées pour tous les secteurs[16]. Ainsi, en moyenne, les établissements responsables de 19,1 pour cent des expéditions en 1970 ont été fermés pendant la décennie par les entreprises qui ont quitté le secteur (tableau 3, ligne 1), tandis que les établissements responsables de 18,9 pour cent des expéditions de 1979 ont été ouverts par des entreprises

entrant dans le secteur (ligne 2). Des proportions légèrement plus faibles d'expéditions provenaient, en 1970, d'usines subséquemment cédées par des entreprises quittant le secteur (13,8 pour cent, ligne 5) et, en 1979, par des entreprises acquises par d'autres entreprises arrivant dans le secteur (11,7 pour cent, ligne 6). Les fusions constituaient donc une voie importante de pénétration ou de sortie du secteur, bien qu'un nombre un peu plus élevé d'entreprises aient fait leur entrée au moyen d'un nouvel établissement (greenfield) ou aient quitté au moyen de fermetures. Les ouvertures et les fermetures d'usines par des entreprises qui ont continué leur exploitation dans le secteur étaient responsables d'environ 6 pour cent du marché (lignes 3 et 4). Les usines ayant fait l'objet d'acquisitions horizontales pendant la décennie constituaient 5,4 pour cent du marché en 1979 (ligne 8) et les usines devant être vendues par des entreprises toujours actives dans le secteur constituaient 3,3 pour cent du marché en 1970 (ligne 7).

Les trois premières colonnes du tableau 3 indiquent que la fréquence relative de rotation résultant de nouveaux établissements et de fermetures est sensiblement réduite dans les cas de propriété étrangère (lignes 1 et 2), tandis que la rotation résultant de l'acquisition et du désinvestissement d'entreprises est moins important dans les secteurs à faible propriété étrangère que dans les autres secteurs. La rotation associée aux usines ouvertes et fermées par des entreprises toujours actives dans le secteur est aussi moins importante dans les secteurs à faible propriété étrangère (lignes 3 et 4), tandis que les transferts de contrôle horizontaux sont indépendants de la propriété étrangère (lignes 7 et 8)[17].

Dans l'ensemble, le tableau 3 révèle que les transferts de contrôle d'établissements toujours actifs dans le secteur augmentent fortement en fonction de la croissance de la propriété étrangère. Les transferts de contrôle se produisent fréquemment lorsque la propriété étrangère atteint un niveau élevé, bien que le lien de cause à effet (s'il existe) soit inconnu à cette étape. La rotation des entreprises dans le groupe à fort contrôle étranger est moins lié à l'ouverture et à la fermeture des établissements, c'est-à-dire que les nouveaux établissements et les fermetures sont moins nombreux[18]. On peut déduire que les nouveaux établissements constituent une menace moins forte pour la concurrence et donc incitent moins à l'efficacité dans les secteurs à forte propriété étrangère, ce qui laisse le champ libre au marché du contrôle d'entreprise et à la concurrence d'outre-mer.

Le tableau 4 explique les conclusions du tableau 3 en focalisant sur les changements des parts de marché des expéditions dans les secteurs à quatre chiffres pour les entreprises en exploitation en 1970 ou en 1979 ou pendant ces deux années. Plus précisément, nous calculerons, pour chaque

TABLEAU 4

AMPLEUR MOYENNE DES MOUVEMENTS[1] DES PARTS DE MARCHÉ[2] ENTRE ENTREPRISES, PAR SOURCE ET EN FONCTION DE L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE, 1970 À 1979 (POURCENTAGE DES PARTS DE MARCHÉ TRANSFÉRÉES)

| | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | |
|---|---|---|---|
| CAT. DE MOUVEMENTS DES ENTR. | FAIBLE | MOYENNE | FORTE |
| Entrées (établissements nouveaux) et sorties (fermeture d'établissements) | 26,0 | 18,8 | 12,2 |
| Croissance et déclin des entreprises existantes[3] | 16,6 | 16,6 | 14,7 |
| Mouvements totaux[4] | 42,6 | 35,4 | 26,9 |

1 Les mouvements sont mesurés ici par un indice de dissimilitude décrit dans le texte.
2 La part de marché est fondée sur les expéditions.
3 Les entreprises sont définies à cette ligne comme l'ensemble des établissements, sièges sociaux compris, placés sous un contrôle commun dans une industire à quatre chiffres. Les sièges sociaux sont omis à la ligne 1
4 Somme des lignes 1 et 2, compte non tenu des entrées par acquisition et des sorties par cession.

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail. Statistique Canada.

secteur, la somme de la valeur absolue du changement des parts de marché:

$$\Sigma| SH79_i - SH70_i|$$

où $SH79_i$ est le $i$ème de la part de l'entreprise dans les expéditions du secteur en 1979 et $SH70_i$ sa part en 1970. Le calcul comprend les nouveaux établissements sur le marché dont la part est passée de zéro à un chiffre positif, et des entreprises quittant le marché après une fermeture, dont la part est passée d'un chiffre positif à zéro. Comme l'indique le tableau, les secteurs à forte propriété étrangère présentent non seulement moins de rotation en raison de l'entrée sur le marché et de la sortie, mais montrent aussi moins de mouvement d'entreprises quittant l'activité du secteur pendant les années 1970.

## TRANSFERTS DE CONTRÔLE ET CHANGEMENTS DES PARTS DU MARCHÉ ET DE LA PERFORMANCE DES ÉTABLISSEMENTS

JUSQU'À MAINTENANT, notre document a traité des conditions structurelles ayant trait aux fusions et aux autres transferts de contrôle. La principale assertion est que les secteurs à forte propriété étrangère sont ceux qui permettent le mieux l'utilisation de biens indivisibles ou incorporels

et la complexité des gammes de produits. Les données indiquent que ces secteurs présentent le niveau le plus élevé de transferts de contrôle d'usines entre entreprises, de même que le plus grand nombre d'entrées sur le marché et de sorties au moyen d'acquisitions. Nous pouvons maintenant étudier les effets de ces transferts de contrôle, sur le plan global et en fonction de la nationalité des entreprises.

Nous avons relevé les établissements de chaque secteur qui ont poursuivi leur exploitation de 1970 à 1979, mais qui ont connu des transferts de contrôle au cours de la période en raison de désinvestissements d'entreprises quittant le marché ou d'acquisitions d'entreprises pénétrant le marché; nous avons aussi regroupé ces entreprises dans chaque secteur selon la tendance des transferts de contrôle, c'est-à-dire entre entreprises nationales, entre entreprises étrangères, et entre entreprises étrangères et entreprises nationales. Les parts de marché des établissements de chaque catégorie ont été resumées pour 1970 et 1979 dans chaque secteur, et des moyennes non pondérées ont été calculées pour chaque groupe du secteur. Les résultats paraissent au tableau 5, avec les tailles relatives moyennes des usines acquises en 1979. La taille relative moyenne est calculée en tenant compte des usines qui ont continué leur exploitation pendant la décennie sans subir de transfert de contrôle.

C'est un fait établi que la rotation des grandes entreprises tend à prendre la forme de fusions et d'autres transferts de contrôle, tandis que le nouvel établissement (greenfield) et les sorties du marché par fermeture tendent à être le fait des plus petites entreprises (Baldwin et Gorecki, 1991b). Cette tendance est confirmée pour les grandes entreprises au tableau 5, puisque la taille moyenne des usines acquises en 1979 est supérieure à celle des usines qui ont continué leur exploitation pendant la décennie sans subir de transfert de contrôle. Il existe une différence marquée dans la taille relative des usines acquises dans les divers groupes à propriété étrangère. Les usines acquises ont une dimension supérieure à la moyenne dans le groupe où la propriété nationale prédomine et inférieure à la moyenne dans le groupe à forte propriété étrangère. Il existe aussi une différence dans la dimension des usines acquises par des entreprises étrangères et nationales. Les usines cédées et acquises par des entreprises étrangères sont généralement plus grandes que les usines cédées et acquises par des entreprises nationales; cette différence traduit en partie la nuance entre les populations.

Parce que les grandes usines ou les grandes entreprises tendent, initialement, à perdre leur part du marché (le processus de régression illustré dans Baldwin, 1991b), nous nous attendons à ce que les parts des grands établissements subissant un transfert de contrôle soient réduites, et nous prévoyons que la situation inverse se produira dans le cas des petits

TABLEAU 5

PARTS DE MARCHÉ COMBINÉES MOYENNES ET TAILLE MOYENNE RELATIVE DES ÉTABLISSEMENTS AYANT FAIT L'OBJET D'UN CHANGEMENT DE CONTRÔLE[1] ENTRE 1970 ET 1979, SELON LA NATIONALITÉ ET L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE[2]

| | | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| GENRE DE CHANG. DE CONTRÔLE | ANNÉE | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | TOTAL |
| ***Part moyenne* (%)** | | | | | |
| Intérieur à intérieur | 1979 | 3,24 | 5,60 | 1,46 | 3,45 |
| | 1970 | 3,55 | 5,74 | 1,33 | 3,55 |
| Intérieur à étranger | 1979 | 1,96 | 1,70 | 1,56 | 1,74 |
| | 1970 | 2,16 | 1,86 | 1,41 | 1,81 |
| Étranger à interieur | 1979 | 0,80 | 1,80 | 1,89 | 1,50 |
| | 1970 | 0,73 | 1,89 | 2,38 | 1,66 |
| Étranger à étranger | 1979 | 1,12 | 2,69 | 6,50 | 3,42 |
| | 1970 | 1,01 | 2,16 | 6,22 | 3,11 |
| Ensemble des cessions | 1979 | 7,14 | 11,79 | 11,41 | 10,10 |
| Ensemble des acquisitions | 1970 | 7,44 | 11,66 | 11,33 | 10,14 |
| ***Taille relative moyenne des usines*[3]** | | | | | |
| Intérieur à intérieur | 1979 | 1,22 | 1,36 | 0,76 | 1,15 |
| Intérieur à étranger | 1979 | 1,53 | 1,26 | 0,71 | 1,14 |
| Étranger à intérieur | 1979 | 2,13 | 1,29 | 0,82 | 1,28 |
| Étranger à étranger | 1979 | 2,58 | 3,59 | 1,15 | 2,22 |
| Ensemble des acquisitions | 1979 | 1,67 | 1,78 | 0,94 | 1,44 |

1 Pour les usines cédées par les entreprises sortantes et acquises par les entreprises entrantes — fusions non liées.
2 Les calculs présentés dans ce tableau sont des moyennes non pondérées au niveau de l'industrie.
3 Taille des usines ayant fait l'objet d'un changement de contrôle par rapport à celles des usines maintenues entre 1970 et 1979 dans la même industrie, sans changement de contrôle.

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

établissements faisant l'objet d'une acquisition. Ce qui importe, en conséquence, ce sont les écarts par rapport à cette prévision.

Les changements de parts du marché, dans les transferts entre entreprises nationales, sont conformes à nos attentes. Les pertes de marché ont lieu dans le groupe à faible propriété étrangère où les usines acquises sont plus grandes que celles qui poursuivent leur exploitation, et les gains de parts du marché ont lieu dans le groupe à forte propriété étrangère, où les usines sont plus petites que celles qui poursuivent leur exploitation. Par contre, les usines faisant l'objet d'un transfert de contrôle d'une entreprise

étrangère à une autre connaissent une faible augmentation de leurs parts de marché dans tous les groupes, même si la taille relative des usines acquises diffère d'un groupe à l'autre (proportion de propriété étrangère) selon le même mode que les usines passant d'une entreprise nationale à une autre. Ces résultats laissent supposer que les fusions entre entreprises étrangères ont des effets favorables généralement parce que ces transferts permettent la cession d'actifs prévue dans la théorie de la multinationale. Le fait que ces transferts entre entreprises nationales aient un effet défavorable sur les secteurs où le contrôle national est élevé et où l'usine acquise est relativement importante laisse supposer que ces transferts étaient liés à des situations difficiles de rotation.

Nous avons vérifié la présence d'une tendance quand on calcule de nouveau les données du tableau 5 en utilisant les acquisitions horizontales seulement, c'est-à-dire, les transferts de contrôle qui impliquent que l'usine passe d'une entreprise qui quitte le secteur à une entreprise qui est présente dans le secteur pendant toute la décennie. Dans la catégorie des acquisitions horizontales, le succès des transferts d'entreprises étrangères à entreprises étrangères est moindre dans le groupe à forte propriété étrangère et plus élevé dans le groupe à faible propriété étrangère. La direction des autres transferts demeure fondamentalement la même. Ceci confirme l'hypothèse antérieure selon laquelle les fusions d'activités étroitement liées par des entreprises étrangères peuvent avoir moins de succès, mais que les problèmes sont, pour l'essentiel, restreints au groupe à forte propriété étrangère. Il est probable que ce soit également le secteur où ont eu lieu la plupart des fusions qui sont corollaires à des transferts de contrôle réalisés outre-mer et dont les effets n'ont guère été favorables.

Les changements des parts du marché qui ont été décrits pour les usines cédées et acquises semblent être partiellement expliqués par la nature du processus stochastique en cause dans la population des entreprises. Afin d'étudier plus à fond cette proposition, nous avons estimé une équation de croissance qui permet une régression sur les valeurs moyennes pour toutes les usines du secteur manufacturier. La variable dépendante choisie pour l'analyse était le logarithme du ratio de la part du marché de 1979 sur la part du marché de 1970 pour les usines qui poursuivent leurs activités[19]. La variable dépendante a été régressée sur la part du marché de 1970, une variable binaire qui prend la valeur unitaire lorsque la taille de l'usine est supérieure à la médiane du secteur. Ces deux dernières valeurs avaient des coefficients significatifs et négatifs, ce qui indique que les taux de croissance sont inversement liés à la taille des usines. Il y avait aussi des variables binaires pour la propriété étrangère, la nationalité de l'entreprise à laquelle passe le contrôle (étrangère-à-étrangère, et nationale-à-nationale) et la mesure dans laquelle le transfert de contrôle impliquait un élément

horizontal. Quatre catégories horizontales ont été définies, selon que l'entreprise qui effectuait la cession et l'acquisition des actifs poursuivait ou non son exploitation dans le secteur pendant la période. Les entreprises qui désinvestissaient et faisaient l'acquisition étaient ainsi classées: 1) arrivées/sorties — transferts de contrôle non liés aux activités, 2) poursuite/sorties — fusions horizontales, 3) arrivée/poursuite de l'exploitation — fusions-scissions non liées aux activités, 4) poursuite de l'exploitation/poursuite de l'exploitation — fusions-scissions liées aux activités.

La régression ne comprenait que la part de marché initiale et les variables auxiliaires qui divisaient le secteur à la médiane. La stratégie adoptée était d'ajouter des variables binaires d'abord pour chaque groupe, puis pour chaque type de catégorie horizontale, et enfin pour la nationalité. Lorsqu'on ne considère que le groupe à propriété étrangère, les deux groupes à plus forte propriété étrangère ont un coefficient négatif, ce qui indique une plus grande perte de parts du marché pour ces usines que ce qu'on aurait pu attendre d'après la régression. Ceci est surtout le résultat de l'interaction avec la fusion horizontale. L'inclusion du type horizontal avec les termes d'interaction pour le groupe de propriété produit un coefficient positif significatif dans le groupe à faible propriété étrangère et un coefficient négatif significatif dans le groupe à forte propriété étrangère pour les fusions horizontales (catégorie qui poursuit les activités ou quitte le secteur). En conséquence, il y a confirmation des conclusions antérieures, soit que les fusions réussissent à l'échelle nationale et ne réussissent pas à l'étranger. Par ailleurs, les coefficients liés à la catégorie du transfert de contrôle non lié aux activités (entrée ou sortie) ne montrent pas que les groupes à forte ou faible propriété étrangère sont notablement différents de tous les autres établissements qui poursuivent leur exploitation. Les différences observées dans les changements de parts du marché pour l'ensemble des usines dans la catégorie de transfert de contrôle non lié à l'activité sont expliquées par la régression. Finalement, les variables du type horizontal de la fusion, de la nationalité et du groupe ont toutes été entrées afin de tester s'il y avait des différences significatives dans le rendement, d'un groupe à l'autre, de chaque fusion de type horizontal, selon la nationalité de l'entreprise qui prenait le contrôle. Aucun des éléments du type de fusion qui fait l'objet du présent document (transfert de contrôle non lié aux activités) ne révélait de tendance dans les changements de la part du marché qui pouvait être distinguée de la population générale d'usines qui continuent leur exploitation[20].

En conclusion, l'analyse microéconomique démontre qu'une fois la régression considérée, le modèle du changement des parts de marché ne varie pas systématiquement en fonction du niveau de propriété étrangère. Les changements relatifs des parts du marché à la suite de transferts de contrôle indiquent que les différences liées à la nationalité dans l'aptitude des unités

cédées à maintenir leur part du marché dépendent de la position initiale. Néanmoins, il est clair que les transferts des entreprises nationales diffèrent de ceux des entreprises étrangères parce que la taille relative des usines diffère. Nous ne pouvons rejeter l'hypothèse que les transferts d'usines entre entreprises étrangères ont des effets favorables dans les secteurs à forte propriété étrangère, tandis que les transferts d'usines entre entreprises nationales ont des effets défavorables dans les secteurs où le contrôle national prédomine en raison des effets de la taille des usines.

Nous avons signalé que la comparaison des effets des fusions impliquant des entreprises étrangères et nationales devrait faire la lumière sur l'importance de deux sources de gains potentiels des fusions: la synergie dans l'utilisation des ressources et une gestion plus efficace. Si cette dernière source prévaut, les entreprises étrangères devraient avoir une activité assez faible dans le groupe à faible propriété étrangère. Les données du tableau 1 indiquent que le niveau moyen de propriété étrangère dans les secteurs évolués est environ six fois le niveau moyen de propriété étrangère dans les secteurs moins évolués en 1970, tandis que le niveau de propriété nationale dans le premier groupe égale environ le double du niveau dans le troisième groupe. Les transferts d'entreprises étrangères à entreprises étrangères varient sensiblement dans les mêmes proportions selon les groupes. Ce n'est pas le cas pour les transferts d'entreprises nationales à entreprises étrangères, et cette conclusion infirme nos prévisions selon lesquelles ces niveaux de propriété devraient être identiques ou inférieurs dans le secteur à faible propriété étrangère. Cette tendance est peut-être le résultat des changements différentiels dans la prééminence de propriété étrangère notée au tableau 1. Elle traduit peut-être une division de la main-d'oeuvre dans le marché du contrôle d'entreprises que notre hypothèse n'avait pas prévue; c'est une question dont nous traiterons plus loin.

La variation des parts de marché peut tenir à diverses raisons. Bien que, selon le raisonnement de Darwin, l'augmentation des parts de marché laisse supposer l'amélioration de la productivité, ces deux faits ne sont pas automatiquement liés. Afin de procéder à l'étude de l'incidence du transfert de contrôle sur la productivité (et les autres variables), nous avons divisé chaque secteur en établissements qui ont continué l'exploitation sans transfert de contrôle entre 1970 et 1979 et ceux dont ce n'est pas le cas[21]. Les caractéristiques des usines qui poursuivent l'exploitation sans transfert de contrôle (étrangères et nationales réunies) ont été utilisées pour la normalisation des données pour les usines qui ont subi des changements, soit le transfert de contrôle, soit l'entrée sur le marché ou la fermeture. Une moyenne pondérée globale (c'est-à-dire dans le secteur et entre les secteurs) a été estimée pour chaque groupe à propriété étrangère en calculant la moyenne pondérée de la variable pour toutes les usines de la catégorie où il y eu chan-

TABLEAU 6

CARACTÉRISTIQUES DES ÉTABLISSEMENTS AYANT FAIT L'OBJET D'UN CHANGEMENT DE CONTRÔLE, D'UNE OUVERTURE OU D'UNE FERMETURE ENTRE 1970 ET 1979, NORMALISÉES EN FONCTION DES CARACTÉRISTIQUES DE TOUTES LES USINES MAINTENUES, D'APRES L'IMPORTANCE DE LA PRORPIÉTÉ ÉTRAGÈRE (RATIO MOYEN PONDÉRÉ) [1]

| | | L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | |
|---|---|---|---|---|
| CARACTÉRISTIQUES PAR CATÉGORIE [2] | ANNÉES | FAIBLE | MOYENNE | FORTE |
| *Productivité (valeur ajoutée par employé)* | | | | |
| Usines maintenues acquises | 1979 | 1,02 | 1,03 | 0,80 |
| Usines maintenues cédées | 1970 | 0,97 | 1,04 | 0,69 |
| Nouvelles usines de nouveaux entrants | 1979 | 0,89 | 0,91 | 0,80 |
| Usines fermées par des entrepirses sortantes | 1970 | 0,74 | 0,75 | 0,67 |
| Nouvelles usines d'entreprises maintenues | 1979 | 1,22 | 1,05 | 1,00 |
| Usines fermées par des entreprises maintenues | 1970 | 0,86 | 0,74 | 0,80 |
| *Rémunération moyenne par travailleur de production* [3] | | | | |
| Usines maintenues acquises | 1979 | 1,07 | 0,97 | 0,88 |
| Usines maintenues cédées | 1970 | 1,08 | 1,00 | 0,87 |
| Nouvelles usines de nouveaux entrants | 1979 | 0,89 | 0,85 | 0,86 |
| Usines fermées par des entreprises sortantets | 1970 | 0,87 | 0,80 | 0,81 |
| Nouvelles usines d'entreprises maintenues | 1979 | 0,88 | 0,99 | 0,99 |
| Usines fermées par des entreprises maintenues | 1970 | 1,00 | 0,89 | 0,92 |
| *Salaire annuel par salarié* | | | | |
| Usines maintenues acquises | 1979 | 1,06 | 0,94 | 0,89 |
| Usines maintenues cédées | 1970 | 1,01 | 0,97 | 0,94 |
| Nouvelles usines de nouveaux entrants | 1979 | 0,98 | 0,90 | 0,94 |
| Usines fermées par des entreprises sortantes | 1970 | 0,93 | 0,87 | 0,89 |
| Nouvelles usines d'entreprises maintenues | 1979 | 0,91 | 0,95 | 0,99 |
| Usines fermées par des entreprises maintenues | 1970 | 0,90 | 0,87 | 0,92 |
| *Poucentage de salariés* [4] | | | | |
| Usines maintenues acquises | 1979 | 1,53 | 1,48 | 0,77 |
| Usines maintenues cédées | 1970 | 1,76 | 1,48 | 0,78 |
| Nouvelles usines de nouveaux entrants | 1979 | 0,43 | 0,56 | 0,33 |
| Usines fermées par des entreprises sortantes | 1970 | 0,53 | 0,48 | 0,33 |
| Nouvelles usines d'entreprises maintenues | 1979 | 0,82 | 0,92 | 0,59 |
| Usines fermées par des entreprises maintenues | 1970 | 1,31 | 1,05 | 0,65 |

1 Chaque statistique présentée dans ce tableau est le rapport de deux moyennes pondérées. Ainsi, pour le salaire relatif des entrants, le numérateur est la somme de tous les salaires versés aux travailleurs non affectés à la production dans les entreprises entrantes dans une catégorie, divisée par l'emsemble des travailleurs non affectés à la production dans ces entrants; le dénominateur est la même statistique pour toutes les usines maintenues qui n'ont pas subi de changement de propriété.

2 On trouvera une définition des catégories de mouvements au tableau 3. Seuls les changements de contrôle non liés ont été utilisés ici: les usines cédées par des entreprises sortantes et les usines acquises par des entreprises entrantes.

3 La rémunération s'entend des gains salariaux bruts des travailleurs avant retenues et déductions de tout genre, au titre par exemple de l'impôt sur le revenu, de l'assurance-chômage et des prestations de pension. Les travailleurs sont définis en équivalents année-personne. On trouvera plus de détail dans Statistique Canada.(1979, p. 26).

4 Pourcentage du nombre total d'emplois dans l'industrie (travailleurs de production plus salariés) représenté par les travailleurs salariés. On trouvera plus de détails sur la distinction entre les travailleurs affectés à la production et les travailleurs salariés dans Statistsque Canada (1979, pp. 23-24).

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

gement, puis celle pour les usines qui ont continué l'exploitation sans qu'il y ait eu transfert de contrôle et en divisant le premier résultat par le second[22].

La première partie du tableau 6 montre la productivité relative, mesurée selon la valeur ajoutée par employé. La productivité a augmenté davantage dans le groupe à forte propriété étrangère. Dans les secteurs à forte propriété étrangère, les usines qui subissent un transfert de contrôle sont passées de seulement 69 pour cent de la productivité du groupe de contrôle (colonne 3, ligne 2) à 80 pour cent de la productivité du groupe de contrôle (colonne 3, ligne 1) — un gain de 11 points de pourcentage. Par contre, le gain n'était que de 5 points de pourcentage dans le groupe à forte propriété nationale. Comme prévu, les modifications de productivité correspondent aux variations de parts du marché décrites au tableau 5. Les secteurs dont les caractéristiques prédisposent à une forte propriété étrangère sont ceux où les transferts de contrôle ont l'incidence la plus favorable. Ce modèle est entièrement compatible avec la théorie de l'internalisation de l'investissement étranger et de la diversification, qui prévoit que ces secteurs sont ceux où les transferts de contrôle peuvent contribuer le plus à l'utilisation des actifs indivisibles et incorporels.

Lorsque ces calculs sont effectués uniquement sur l'élément horizontal, les résultats sont exactement inverses. La productivité affiche un gain de 14 points de pourcentage dans le groupe à faible propriété étrangère, de 11 points dans le groupe à propriété étrangère moyenne et de 6 points dans le groupe à forte propriété étrangère, ce qui encore une fois est conforme aux changements de parts du marché enregistrés pour cette catégorie de fusions, quel que soit le niveau de propriété étrangère. Ce modèle est conforme à l'interprétation offerte pour le tableau 5: lorsque le niveau de propriété étrangère est peu élevé, le degré de productivité associé aux fusions dépend de la similitude des activités entre l'acquéreur et l'entreprise acquise[23].

Bien que ces augmentations soient positives, elles doivent être placées dans le contexte des gains réalisés par l'entrée des usines sur le marché et leur sortie. Les gains résultant du remplacement, par de nouvelles usines, d'usines fermées appartenant à des entreprises toujours en exploitation vont de 13 à 20 points de pourcentage dans le groupe à forte propriété étrangère et de 15 à 36 points de pourcentage dans le groupe à faible propriété étrangère. Les gains les plus élevés sont donc réalisés dans le groupe ayant le niveau le moins élevé de propriété étrangère[24].

Le reste du tableau 6 fournit des données sur certains changements liés aux intrants et aux coûts de main-d'oeuvre qui peuvent accompagner les transferts de contrôle. Un transfert de contrôle peut être profitable à l'acquéreur parce qu'il permet de mettre fin au paiement de salaires et de

traitements supérieurs à ceux qui ont cours sur le marché. Cependant, ce n'est que dans les secteurs à faible propriété étrangère que les salaires et traitements touchés dans les établissements qui subissent un transfert de contrôle sont initialement supérieurs à ceux des autres établissements qui continuent l'exploitation. Dans ces secteurs, les transferts de contrôle ont pour effet de ramener les salaires à la norme, mais haussent les traitements. Dans les secteurs à investissement étranger moyen et élevé, le contrôle des salaires est plus serré. Le pourcentage normalisé des travailleurs en dehors des secteurs de production diminue dans les usines subissant un transfert de contrôle dans les secteurs à faible propriété étrangère; cette diminution est compatible avec le fait que les nouveaux propriétaires tirent des avantages financiers en comprimant les coûts (personnel et rémunération), particulièrement dans le secteur national[25]. Les mêmes résultats peuvent être observés si les calculs sont refaits pour les fusions horizontales. Les fusions dans le secteur à forte propriété nationale sont accompagnées par des baisses de salaires et de traitements (5 à 6 points de pourcentage, respectivement) et par des diminutions du pourcentage de travailleurs non affectés à la production (49 points). D'autre part, seul le pourcentage de travailleurs hors production diminue dans le secteur à forte propriété étrangère et même alors, il ne diminue que de 6 points.

Les indices donnés au tableau 6 utilisent des moyennes pondérées en fonction de la taille des usines[26], ce qui semble approprié pour les questions à l'étude. Que les transferts de contrôle entraînent une augmentation ou une diminution de la productivité moyenne est une question importante pour la santé économique; *toutes choses égales d'ailleurs*, les grands établissements ont plus d'importance pour la santé de l'économie, mis à part le fait que toute diminution de la productivité à la suite de fusions est généralement à craindre surtout dans le cas des fusions par les grandes entreprises, qui possèdent généralement de grands établissements. Ces résultats combinés dépendent de la distribution des changements dans les entreprises et les secteurs, ainsi que de la taille des entreprises et des secteurs où les fusions ont lieu, puisque la moyenne est pondérée. En conséquence, il semblait souhaitable de chercher si les résultats dépendaient de la pondération utilisée. Afin de répondre à cette question, nous avons eu recours aux moyennes pondérées au niveau du secteur[27] du gain de productivité résultant des transferts de contrôle et nous les avons corrélées avec les caractéristiques de plusieurs secteurs, dans l'ensemble et pour les secteurs dans chaque groupe d'investissement étranger. Il n'existe qu'un très faible lien entre les gains de productivité et les diverses tailles des entreprises. Ce qui ressort est que les gains de productivité diminuent dans la même mesure que les gains de productivité des usines sur le point d'être cédées par rapport aux usines qui continuent l'exploitation en 1970. Le désavantage des grandes

fusions dans le secteur national pourrait donc être, non pas le peu de possibilités d'augmenter la productivité des usines acquises, mais l'achat d'usines ne se prêtant pas à l'amélioration. Ce résultat est le même que celui qui a été observé pour les parts de marché.

La stratégie selon laquelle les secteurs à 4 chiffres ont été divisés en fonction du niveau de propriété étrangère a été conçue afin de stratifier le secteur d'après la multitude de facteurs qui sont associés au contrôle étranger, dont la plupart ont aussi une incidence sur la réussite des fusions. Cette stratégie sera particulièrement puissante si les facteurs qui déterminent la propriété étrangère sont ceux qui déterminent l'efficacité des fusions. Les résultats indiquent que c'est partiellement le cas. On aurait tort de déduire, de cette conclusion, que les facteurs autres que ceux qui déterminent l'investissement étranger ont aussi une influence sur l'effet des fusions, ou que certains motifs d'investissement étranger sont moins favorables au succès des fusions.

Afin d'examiner dans quelle mesure d'autres facteurs ont une influence sur la réussite des fusions et sur l'investissement étranger, les secteurs manufacturiers à 4 chiffres ont été divisés en 5 groupes, selon les caractéristiques suivantes: axé sur les ressources, à forte main-d'oeuvre, axé sur la production à grande échelle, axé sur la différenciation du produit ou à vocation scientifique. Ces catégories étaient fondées sur une taxonomie présentée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (1987, chapitre 7, Annexe A). Les secteurs canadiens ont été affectés à la classification utilisée par l'OCDE en utilisant la concordance de Statistique Canada entre la CTI et la Classification internationale type des industries (CITI) utilisée par l'OCDE. Puis, afin de vérifier la classification, une analyse discriminante a été effectuée en utilisant des variables comme le taux de rémunération, le pourcentage de valeur ajoutée calculée selon la rémunération de la main-d'oeuvre, la concentration, les estimations des économies d'échelle, l'intensité de la R-D, et le ratio publicité-ventes. Lorsque l'évaluation originale semblait déficiente, des corrections étaient faites. Puis la même variable de moyenne pondérée et de productivité relative utilisée au tableau 6 a été calculée pour chacun des 5 groupes de secteurs, selon les niveaux de propriété étrangère. Les changements de productivité relative de chaque catégorie sont donnés au tableau 7, colonne A. La colonne B donne le nombre des secteurs classés pour la cellule et le pourcentage de propriété étrangère pour chacun.

L'effet des fusions sur la productivité diffère substantiellement pour l'ensemble de l'échantillon, tant pour la totalité du secteur que pour l'ensemble des niveaux de propriété étrangère. Dans le secteur des ressources naturelles et les industries de main-d'oeuvre, l'effet général des fusions sur la productivité est négatif. Les secteurs à économies d'échelle accusent un

TABLEAU 7

VARIATION DE LA PRODUCTIVITÉ RELATIVE, ENTRE 1970 ET 1979, DES USINES AYANT SUBI DES CHANGEMENTS DE CONTRÔLE NON LIÉS PAR CATÉGORIE D'INDUSTRIE ET SELON L'IMPORTANCE DE LA PRORPIÉTÉ ÉTRANGÈRE PAR CATÉGORIE D'INDUSTRIE[1]

| CATÉGORIE D'INDUSTRIE[2] | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | |
|---|---|---|---|---|
| | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | ENSEMBLE |
| Section A: | | | | |
| *Variation de la productivité relative (valeur ajouté par employé)* | | | | |
| Ressources naturelles | 0,08 | −0,19 | 0,02 | −0,02 |
| Industries de main-d'œuvre | −0,24 | 0,03 | −0,06 | −0,09 |
| À économies d'échelle | 0,31 | −0,01 | −0,08 | 0,09 |
| Différenciation des produits | −0,09 | 0,65 | 0,14 | 0,33 |
| À vocation scientifique | | −0,14 | 0,28 | 0,22 |
| Section B: | | | | |
| *Importance de la propriété étrangère en 1979(%) et nombre d'industries (entre parenthèses)* | | | | |
| Ressources naturelles | 13(21) | 37(15) | 82(16) | 41(52) |
| Industries de main-d'œuvre | 10(28) | 42(18) | 76(8) | 30(54) |
| À économies d'échelle | 13(6) | 42(13) | 82(14) | 54(33) |
| Différenciation des produits | 6(1) | 44(8) | 80(8) | 58(17) |
| À vocation scientifique | (0) | 41(2) | 83(9) | 75(11) |
| | 11(56) | 41(56) | 81(56) | 44(167) |

1 La productivité relative est définie comme la productivité dans les usines ayant fait l'objet d'un changement de contrôle, divisée par la productivité des usines maintenues qui n'ont pas subi de changement de contrôle. Une moyenne pondérée a été calculée pour la productivité (valeur ajoutée par travailleur) dans chaque catégorie, puis le rapport des deux a été calculé. La valeur de la variation de productivité relative est la différence observée de ce ration en 1979 et 1970.

2 Les groupes d'industries sont définis dans OCDE(1987).

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada.

léger gain à la suite d'un transfert de contrôle. Les secteurs à différenciation de produits et ceux qui sont à vocation scientifique présentent les plus importants gains de productivité. Ce sont les actifs associés au marketing et à l'innovation qui génèrent les plus grands gains à la suite d'une fusion. Les différences des 5 catégories dans le groupe à forte propriété étrangère (colonne 3) reflètent le total global. Peu de gains sont réalisés dans les secteurs des ressources naturelles et les industries de main-d'oeuvre; tous les gains sont réalisés dans les secteurs de différenciation de produits et à vocation scientifique. Par contre, le groupe à forte propriété nationale (colonne 1) réalise relativement plus de gains dans les secteurs des ressources naturelles ou à production d'échelle, mais peu de gains dans le secteur de différenciation de produits, comparativement au groupe à forte propriété étrangère. Une comparaison des groupes à forte et à moyenne

propriété étrangère (voir rangée 5, colonnes 2 et 3) indique que la propriété nationale entraîne des gains moins élevés dans les secteurs à vocation scientifique.

Nous avons établi le rapport fondamental entre la prééminence de propriété étrangère dans un secteur et la nature des gains qui découlent du transfert de contrôle des établissements. Au cours des années 1970, les gains de productivité résultaient typiquement de transferts de contrôle. Lorsque la propriété étrangère est faible, il semble que les gains proviennent de la compression des dépenses, ou de la diversification liée étroitement à l'activité. Lorsque le niveau de propriété étrangère est élevé, les gains semblent venir d'une meilleure utilisation des biens indivisibles et incorporels. Il reste à savoir, surtout dans le cas des groupes à forte propriété étrangère, si ces gains proviennent spécifiquement de transferts de contrôle impliquant des entreprises étrangères, ou s'ils sont indépendants de la nationalité des entreprises. Pour répondre à cette question, nous avons divisé les établissements qui, en 1970, allaient subir un transfert de contrôle et ceux qui, en 1979, avaient subi un transfert de contrôle et étaient passés à des sociétés étrangères ou à des sociétés nationales. Cette division nous a permis de révéler les transferts de contrôle soumis aux 4 classifications de transferts indiquées au tableau 8: étrangère à étrangère, étrangère à nationale, nationale à étrangère, et nationale à nationale. Le tableau 8 signale les mêmes caractéristiques que le tableau 6: la productivité de la main-d'oeuvre, la rémunération du personnel de fabrication et des autres travailleurs, et la proportion du personnel non affecté à la production. Dans chaque section, nous répétons les données du tableau 6 sur les ratios de tous les établissements soumis à des transferts de contrôle par rapport aux établissements qui persistent. Ensuite, en utilisant le même groupe de contrôle, nous donnons les ratios pour les groupes subdivisés par nationalité de l'entreprise.

On peut tirer plusieurs conclusions du modèle des changements de productivité. Premièrement, bien que les gains les plus importants soient concentrés dans les secteurs à forte propriété étrangère (tableau 8, colonne 4), les transferts d'entreprise nationale à entreprise étrangère, et d'entreprise étrangère à entreprise nationale affichent également une bonne tenue. Ainsi, les gains réalisés lorsque l'acquéreur est une entreprise nationale sont aussi importants que lorsque l'acheteur est une entreprise étrangère. Lorsque le niveau de propriété étrangère est élevé, l'environnement est favorable aux prises de contrôle nationales et étrangères. Deuxièmement, le groupe à faible propriété étrangère révèle une tendance à la réussite des secteurs étrangers. Les transferts d'entreprise étrangère à entreprise étrangère et d'entreprise nationale à entreprise étrangère entraînent des gains, bien que les transferts d'une entreprise nationale à une

TABLEAU 8

EFFETS DES CHANGEMENTS DE CONTRÔLE DES ÉTABLISSEMENTS MAINTENUS (PAR RAPPORT AUX ÉTABLISSEMENTS MAINTENUS SANS CHANGEMENT DE CONTRÔLE) SELON LA NATIONALITÉ DE L'ENTREPRISE ET L'IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE, 1970 ET 1979[1] (RATIO MOYEN PONDÉRÉ)

| | | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRANGÈRE | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| CARACTÉRISTIQUE PAR CATÉGORIE | ANNÉE | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | ENS. |
| *Productivité (valeur ajouté par employé)* | | | | | |
| Ensemble des usines maintenues acquises | 1979 | 1,02 | 1,03 | 0,80 | 0,95 |
| Ensemble des usines maintenues cédées | 1970 | 0,97 | 1,04 | 0,69 | 0,87 |
| Acquisitions intérieures-intérieures | 1979 | 1,05 | 1,12 | 0,68 | 0,96 |
| Cessions intérieures-intérieures | 1970 | 1,06 | 1,16 | 0,61 | 0,94 |
| Acquisitions intérieures-étrangères | 1979 | 1,12 | 1,01 | 0,86 | 1,01 |
| Cessions étrangères-intérieures | 1970 | 0,86 | 0,95 | 0,55 | 0,76 |
| Acquisitions étrangères-intérieures | 1979 | 0,95 | 0,87 | 0,80 | 0,86 |
| Cessions intérieures-étrangères | 1970 | 0,87 | 0,77 | 0,73 | 0,77 |
| Acquisitions étrangères-étrangères | 1979 | 0,93 | 0,92 | 0,83 | 0,89 |
| Cessions étrangères-étrangères | 1970 | 0,85 | 0,91 | 0,79 | 0,83 |
| *Rémunération moyenne par travailleur de production* | | | | | |
| Ensemble des usines maintenues acquises | 1979 | 1,07 | 0,97 | 0,88 | 0,97 |
| Ensemble des usines maintenues cédées | 1970 | 1,08 | 1,00 | 0,87 | 0,98 |
| Acquisitions intérieures-intérieures | 1979 | 1,12 | 1,02 | 0,79 | 0,99 |
| Cessions intérieures-intérieures | 1970 | 1,20 | 1,05 | 0,79 | 1,02 |
| Acquisitions intérieures-étrangères | 1979 | 1,09 | 0,98 | 0,91 | 0,99 |
| Cessions étrangères-intérieures | 1970 | 0,96 | 1,02 | 0,98 | 1,01 |
| Acquisitions étrangères-intérieures | 1979 | 0,99 | 0,80 | 0,88 | 0,89 |
| Cessions intérieures-étrangères | 1970 | 0,89 | 0,82 | 0,87 | 0,86 |
| Acquisitions étrangères-étrangères | 1979 | 0,97 | 0,95 | 0,92 | 0,96 |
| Cessions étrangères-étrangères | 1970 | 0,98 | 0,94 | 0,87 | 0,93 |
| *Salaire annuel par salarié* | | | | | |
| Ensemble des usines maintenues acquises | 1979 | 1,06 | 0,94 | 0,89 | 0,94 |
| Ensemble des usines maintenues cédées | 1970 | 1,01 | 0,97 | 0,94 | 0,97 |
| Acquisitions intérieures-intérieures | 1979 | 1,14 | 0,94 | 0,85 | 0,96 |
| Cessions intérieures-intérieures | 1970 | 1,08 | 0,96 | 0,91 | 0,96 |
| Acquisitions intérieures-étrangères | 1979 | 1,13 | 1,02 | 0,92 | 0,99 |
| Cessions étrangères-intérieures | 1970 | 1,06 | 1,04 | 0,99 | 1,03 |
| Acquisitions étrangères-intérieures | 1979 | 0,91 | 0,89 | 0,86 | 0,88 |
| Cessions intérieures-étrangères | 1970 | 0,91 | 0,91 | 0,98 | 0,93 |
| Acquisitions étrangères-étrangères | 1979 | 0,91 | 0,91 | 0,90 | 0,91 |
| Cessions étrangères-étrangères | 1970 | 0,93 | 0,98 | 0,90 | 0,93 |
| *Pourcentage de salariés* | | | | | |
| Ensemble des usines maintenues acquises | 1979 | 1,53 | 1,48 | 0,77 | 1,30 |
| Ensemble des usines maintenues cédées | 1970 | 1,76 | 1,48 | 0,78 | 1,35 |
| Acquisitions intérieures-intérieures | 1979 | 1,62 | 1,55 | 0,64 | 1,24 |
| Cessions intérieures-intérieures | 1970 | 1,72 | 1,56 | 0,57 | 1,23 |

TABLEAU 8 *suite*

| CARACTÉRISTIQUE PAR CATÉGORIE | ANNÉE | IMPORTANCE DE LA PROPRIÉTÉ ÉTRAGÈRE | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | FAIBLE | MOYENNE | FORTE | ENS. |
| Acquisitions intérieures-étrangères | 1979 | 1,71 | 1,19 | 1,05 | 1,30 |
| Cessions étrangères-intérieures | 1970 | 1,46 | 1,39 | 1,39 | 1,40 |
| Acquisitions étrangères-intérieures | 1979 | 1,21 | 0,92 | 0,60 | 0,93 |
| Cessions intérieures-étrangères | 1970 | 1,71 | 1,01 | 0,50 | 0,98 |
| Acquisitions étrangères-étrangères | 1979 | 1,78 | 1,95 | 0,80 | 1,57 |
| Cessions étrangères-étrangères | 1970 | 2,23 | 1,67 | 0,78 | 1,52 |

1 Seules les fusions non liées ont été prises en considération. On trouvera une définition du contrôle au tableau 1. Toutes les statistiques sommaires présentées ici sont des moyennes entièrement pondérées, définies au tableau 6.

SOURCE: Tableau établi spécialement, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail. Statistique Canada.

autre entraînent des pertes. Cette conclusion laisse supposer que les transferts d'entreprises étrangères, dans tous les groupes, impliquent le transfert de biens indivisibles, alors que dans la plupart des cas, il n'y a transfert de biens indivisibles que dans les transferts d'entreprises nationales dans le groupe à forte propriété étrangère.

Des exercices similaires à ceux qui sont présentés au tableau 8 pour la productivité ont été faits, en utilisant la classification selon 5 catégories, soit axé sur les ressources, à forte main-d'oeuvre, axé sur la production à grande échelle, axé sur la différenciation des produits et à vocation scientifique. Toutes les cellules où les pertes ou les gains étaient importants ont été choisies, et les différences entre les gains de productivité et les transferts d'entreprises nationales à nationales et étrangères à étrangères ont été étudiés. Les différences étaient de faible importance. L'environnement, et non la nationalité, constitue le principal facteur déterminant de réussite pour les transferts dans chacun des groupes de nationalité.

Au tableau 6, nous montrons que les transferts de contrôle réduisent légèrement le paiement de salaires supérieurs aux normes dans les secteurs à faible propriété étrangère, tandis que les salaires de départ sont supérieurs à la normale et augmentent dans les secteurs à forte propriété étrangère. Le tableau 8 indique que les salaires «excessifs»[28] dans les secteurs à propriété étrangère ont cours surtout dans les établissements nationaux et sont annulés dans les fusions d'entreprises nationales à entreprises nationales. Lorsque le niveau de propriété étrangère est élevé, les transferts de contrôle tendent à entraîner des hausses de salaires, sauf lorsqu'il y a transfert de contrôle à des entreprises nationales. Ainsi, l'environnement du secteur et la nationalité influent sur la mesure dans laquelle les salaires changent après un transfert de contrôle. Les salaires baissent davantage dans le

groupe à faible propriété étrangère pour les transferts national-national et étranger-étranger, que dans le groupe à forte propriété étrangère. Dans le dernier groupe, les salaires avaient même augmenté. Cependant, la différence du rendement dans les transferts national-national est plus importante que la différence du rendement dans les transferts étranger-étranger, lorsque les groupes à faible et à forte propriété étrangère sont comparés.

Au tableau 6, nous avons noté que les transferts tendaient à faire augmenter les traitements dans les secteurs à faible propriété étrangère et à les faire diminuer dans les secteurs à forte propriété étrangère. Le tableau 8 indique que la tendance à l'augmentation des traitements provient des acquisitions nationales dans le groupe à faible propriété étrangère. La compression des traitements dans le secteur à forte propriété étrangère à la suite de transferts de contrôle se manifeste dans toutes les catégories autres que les transferts de contrôle étranger-étranger. Comme c'est le cas pour les salaires, l'effet des transferts de contrôle sur les traitements diffère dans tous les groupes, et l'effet différentiel est le plus important dans le groupe de transfert national-national.

Le tableau 6 indique également que les transferts de contrôle entraînent des réductions du personnel non engagé dans la fabrication dans les secteurs à faible propriété étrangère, mais n'entraînent aucun changement dans les secteurs à forte propriété étrangère. Le tableau 8 indique que les réductions de personnel dans les entreprises caractérisées par une faible propriété étrangère ont lieu dans toutes les catégories, sauf dans les transferts national-étranger. Lorsque le niveau de propriété étrangère est élevé, le pourcentage des effectifs non affecté à la fabrication n'est pas touché par le transfert de contrôle étranger-étranger, mais augmente lorsqu'il y a désinvestissement par une entreprise nationale.

Les descriptions fournies par les moyennes pondérées du tableau 8 donnent un aperçu des effets des transferts de contrôle. Afin de fournir un test plus précis de l'incidence de la nationalité et de la propriété étrangère sur les transferts de contrôle, une régression utilisant les micro-unités sous-jacentes a été réalisée. Tous les établissements existant en 1970 et en 1979 ont été regroupés, et la valeur ajoutée par travailleur a été régressée sur la taille des usines, les variables binaires de l'industrie, un terme de changement afin de permettre à la distance à l'origine et à la pente de la taille de varier entre les années 1970 et 1979, et les variables binaires pour toutes les catégories d'entrée, de sortie, d'acquisition et de désinvestissement. Les variables binaires permettent d'évaluer la productivité d'une catégorie relativement aux usines qui continuent à exploiter pendant la décennie sans transfert de contrôle. Les résultats antérieurs (Baldwin, 1991a) se sont fondés sur cette base de microdonnées pour montrer qu'il n'y avait pas de gain de productivité, en moyenne, pour les transferts de contrôle sans lien avec les

activités (la catégorie entrée/sortie) et un gain notable dans le cas des fusions horizontales (la catégorie sortie/poursuite de l'exploitation)[29].

En nous fondant sur cette structure, nous avons divisé chacune des catégories d'acquisition en nationale à nationale, étrangère à étrangère, étrangère à nationale, et nationale à étrangère afin de tester si l'effet d'une catégorie dépendait des nationalités impliquées dans le transfert. Par l'interaction de chaque catégorie avec les variables binaires pour le groupe à propriété étrangère, l'hypothèse selon laquelle l'environnement (c'est-à-dire le secteur de l'industrie) est une question d'importance a aussi été étudiée.

L'analyse des transferts de contrôle sans lien de parenté (les usines cédées par des entreprises quittant le marché et acquises par des entreprises pénétrant le marché) indiquait que les différences entre les groupes et dans tous les groupements selon la nationalité n'étaient pas significatives. Pour les fusions horizontales — usines cédées par des entreprises quittant le marché et acquises par des entreprises demeurant sur le marché — le groupe à propriété étrangère était plus important que la nationalité. La plupart des transferts de contrôle pour les divers types de nationalité ont mieux réussi dans le groupe à faible propriété étrangère.

En conclusion, lorsque la nationalité de la partie effectuant l'opération est examinée, aucun des types d'acquéreur ne semble mieux réussir que l'autre. Dans le groupe à forte propriété étrangère, les transferts d'entreprise nationale à entreprise nationale sont caractérisés par une plus grande productivité et l'augmentation du personnel hors de la production, sinon par des augmentations de salaire inférieures et des diminutions de traitements par rapport aux transferts d'entreprise étrangère à entreprise étrangère. Dans le groupe à faible propriété étrangère, les transferts étranger-étranger ont affiché des gains de productivité plus élevés et des pertes de salaires moins marquées que les transferts national-national, mais également des diminutions de traitements et des changements du personnel hors de la production. Il y aussi une division de main-d'oeuvre entre les deux types de transferts, soit national à national et étranger à étranger. Les entreprises nationales réussissent mieux à réduire leurs coûts. Lorsque des transferts de contrôle dans tous les groupes sont considérés, les transferts d'entreprise nationale à entreprise nationale affichent une baisse ou n'affichent aucun changement dans le taux des salaires, des traitements et le pourcentage du personnel non affecté à la production; l'inverse se produit dans le cas de transferts d'entreprise étrangère à entreprise étrangère. Les entreprises étrangères ont davantage recours à la réaffectation de ressources qui peut entraîner des gains synergiques. Leurs gains de productivité portent sur tout le secteur, tandis que ces mêmes gains sont réalisés uniquement dans le cas du groupe à forte propriété étrangère pour les transferts

d'entreprise nationale à entreprise nationale. Il y une différence évidente entre les possibilités de gains de productivité consécutifs à des transferts de contrôle dans des secteurs qui se prêtent à la propriété étrangère et les possibilités de gains de productivité dans les secteurs qui ne se prêtent pas à cette propriété.

## SOMMAIRE ET CONCLUSIONS

LE PRÉSENT DOCUMENT A ÉTUDIÉ l'incidence des fusions et des autres changements de contrôle sur les établissements à l'aide des données globales de Statistique Canada pour les établissements de fabrication en 1970 et en 1979. La théorie et des recherches antérieures sur les fusions laissent supposer que l'effet des transferts de contrôle peut varier en fonction de l'affinité des structures industrielles à l'exploitation multinationale; les mêmes possibilités de déploiement synergique de biens indivisibles et incorporels qui favorisent l'investissement étranger peuvent aussi entraîner des transferts de contrôle bénéfiques. Par ailleurs, si les fusions augmentent l'efficacité dans l'utilisation des intrants de production actuels de l'établissement, cette association ne devrait pas exister. Les données justifient les conclusions qui suivent:

1. La proportion des établissements sujets à des transferts de contrôle entre 1970 et 1979 augmente avec l'importance de la propriété étrangère. L'entrée sur le marché au moyen d'un nouvel établissement par de nouvelles entreprises et la sortie au moyen de fermeture diminue brusquement avec la propriété étrangère, de sorte que les secteurs à forte propriété étrangère ressentent moins la nécessité d'augmenter leur productivité en raison des pressions de cette source. Elles connaissent aussi moins de rotation de parts du marché parmi les entreprises qui quittent. En gros, dans le cas des producteurs des secteurs à forte propriété étrangère, plus que dans celui des secteurs à faible propriété étrangère, ce sont davantage les transferts de contrôle que la concurrence des marchés nationaux qui incitent à augmenter l'efficacité.
2. Les secteurs à faible et à forte propriété étrangère diffèrent notablement dans les possibilités de gains qu'ils offrent grâce aux transferts de contrôle. Lorsque le niveau de propriété étrangère est élevé, les possibilités de déploiement synergique des biens indivisibles et incorporels sont aussi élevées. Lorsque le niveau de propriété étrangère est faible, les possibilités de gains résultant de transferts de contrôle résultent davantage de la réduction des coûts et de la meilleure utilisation des intrants actuels de l'établissement.

3. Les effets favorables des transferts de contrôle augmentent en fonction de la propriété étrangère. Les transferts de contrôle entraînent une plus grande augmentation des parts de marché et de la productivité dans les secteurs à forte propriété étrangère que dans les secteurs à faible propriété étrangère.
4. Bien que les secteurs à forte propriété étrangère affichent des gains de productivité associés aux transferts de contrôle, ils accusent aussi de grands écarts quant au rendement. Les gains de productivité sont particulièrement plus importants dans les secteurs à différenciation de produits et à vocation scientifique, et moins importants dans les secteurs de ressources naturelles.
5. Les gains de productivité dans les secteurs à forte propriété étrangère ne proviennent pas uniquement des acquisitions étrangères. Ils proviennent également des acquisitions nationales, mais non de celles du groupe à forte propriété étrangère. Cette conclusion confirme l'hypothèse selon laquelle la principale raison pour le transfert de contrôle dans ces secteurs à forte propriété étrangère a trait à la fusion synergique des actifs.
6. Les gains de productivité des entreprises étrangères ne sont pas restreints au groupe à forte propriété étrangère. Le fait qu'ils se produisent aussi dans le groupe à forte propriété nationale confirme l'hypothèse que la plupart des transferts de contrôle qui affectent les multinationales impliquent le transfert d'actifs spécialisés.
7. Les transferts entre entreprises étrangères dans le groupe à forte propriété étrangère sont avantageux pour plusieurs raisons. Les transferts de contrôle impliquant le passage d'une entreprise étrangère à une autre entreprise étrangère dans le groupe à forte propriété étrangère entraînent des gains de productivité et ne sont généralement pas accompagnés de pertes de salaires ou de traitements pour le personnel de fabrication, ni par la diminution de la proportion de la main-d'oeuvre du secteur hors production.
8. Les différences sectorielles dans la fonction des transferts qui ont pour résultat de changer la nationalité de la société qui détient le contrôle laissent croire à une spécialisation de la fonction selon la nationalité, dans tous les groupes de propriété étrangère. Sur la base de la productivité, des salaires, des traitements et de l'accroissement du personnel non affecté à la production, les transferts d'entreprises nationales à entreprises étrangères réussissent mieux dans le groupe national que dans le groupe étranger, et les transferts d'entreprises nationales à entreprises étrangères réussissent mieux dans le groupe à forte propriété étrangère.

9. Les transferts de contrôle d'entreprises nationales à entreprises nationales dans le groupe à faible propriété étrangère comportent de nombreux aspects négatifs — pertes de parts du marché, pertes de productivité, diminutions de salaires, réduction du personnel non affecté à la production — qui laissent croire que ce genre d'opérations peut entraîner des problèmes.
10. Quand nous vérifions les obligations que les structures de marché imposent pour augmenter la productivité à la suite des transferts de contrôle, rien ne laisse croire que les acquisitions étrangères et les acquisitions nationales obtiendront systématiquement de meilleurs résultats dans tous les secteurs de l'industrie.
11. Les entreprises étrangères ne réalisent pas plus d'acquisitions, toutes proportions gardées, dans les groupes à forte propriété étrangère. Cependant, les acquéreurs affichent une certaine division de la main-d'oeuvre selon la nationalité. Le contrôle étranger semble plus orienté vers la réalisation de l'utilisation synergique des ressources, tandis que le contrôle national favorise la réduction des coûts. La réduction de l'étendue du contrôle étranger qui s'est produite dans les années 1970 ne semble pas avoir entraîné le passage d'établissements des entreprises nationales aux entreprises étrangères.

Les conclusions que l'on peut tirer de ces résultats quantitatifs sont clairs et sans effet négatif. Les transferts de contrôle ont généralement des effets favorables sur la productivité et l'efficacité. Il est souhaitable que les entreprises étrangères et nationales soient actives dans le marché du contrôle d'entreprises, parce que les deux types d'entreprise apportent des ressources différentes à la tâche de réaffectation des ressources. Si une classe quelconque d'entreprises a moins de succès, ce sont les grandes entreprises nationales qui tentent des fusions dans des secteurs nationaux; il pourrait être utile de les encourager à investir ailleurs. Certains transferts de contrôle d'entreprise étrangère à entreprise étrangère au Canada (particulièrement les fusions horizontales dans le groupe à forte propriété étrangère) étaient probablement des corollaires de fusions semblables effectuées à l'extérieur du Canada. Enfin, parce que certains secteurs à forte propriété étrangère sont aussi très concentrés et subissent une moins forte pression de la part de concurrents réels ou potentiels concernant l'augmentation de l'efficacité, il serait probablement plus coûteux de décourager le transfert de contrôle que dans le cas des secteurs à faible propriété étrangère. Cette considération remet en question le processus d'examen public des transferts de contrôle impliquant des acquéreurs étrangers, à moins que le processus ne reconnaisse la valeur des transferts de contrôle. On connaît peu les objectifs de l'examen des transferts de contrôle au

cours de cette période (Rugman, 1980). Les conclusions justifient généralement le jugement assez favorable sur les fusions d'entreprise porté par la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés (1978), bien que ces conclusions ne tiennent pas compte de la question des écarts entre les valeurs sociales et les valeurs individuelles soulevée par les fusions horizontales et peut-être par d'autres types de fusions (comparer Stanbury et Waverman, 1979).

## NOTES

1. Caves (1989) a passé en revue la présente documentation de même que les conclusions positives fondées sur les évaluations préliminaires du marché. Les données sur les grandes fusions en Grande-Bretagne mènent aux mêmes conclusions.
2. La nature indivisible d'un bien a trait au coût fixe ou à la capacité minimum qui peut être importante relativement à un seul marché, de sorte que les revenus marginaux décroissants en découragent la pleine utilisation sur ce seul marché. Un bien ou une aptitude incorporel, qui est un bien collectif appartenant à l'entreprise, est naturellement le cas limitant la capacité du bien indivisible.
3. Voir Gilbert et Newbery (1988), Caves et Mehra (1986).
4. Une fusion internationale qui étend le contrôle multinational des biens d'entreprise peut être horizontale (c'est-à-dire une expansion géographique), verticale, ou une diversification par rapport au(x) marché(s) de l'acquéreur étranger. Les données disponibles indiquent que la prépondérance des modes d'expansion horizontale ou verticale a laissé la place à des investissements étrangers qui réalisent une diversification sur le plan géographique et sur celui des produits (Risey et Caves, 1985). Il reste cependant à déterminer si les gains de productivité, en supposant qu'ils existent, sont à la base de cette tendance; Davidson et McFetridge (1984) ont établi que la vente ou la liquidation d'une filiale d'une société américaine est plus probable si la filiale réalise son exploitation dans un secteur à deux chiffres différent de celui de la société mère.
5. Lorsque, en raison de son système politique, le gouvernement d'un pays démontre sa sensibilité à la menace de prise de contrôle hostile d'une entreprise nationale par une société étrangère, il ne fait que renforcer ce point.
6. Lorsqu'une unité canadienne fait partie d'une multinationale, les changements de sa productivité ou de sa rentabilité dépendent des prix des transferts dans ses opérations avec ses affiliées. Nous supposons que les pratiques d'établissement des prix des transferts peuvent soulever

des discussions, mais ne nuisent pas fondamentalement aux relations économiques.

7. Globerman (1977) a résumé les données de diverses questions du *Combines Investigation Report* qui indique que la proportion de prises de contrôle par des sociétés étrangères était de 25 pour cent à la fin des années 1940, puis est montée, en 1953, à un niveau auquel elle s'est maintenue, soit entre 35 et 45 pour cent. Cependant, la tendance qui semble se dessiner peut résulter de la provenance des données.
8. Ce modèle est compatible avec les implications des données présentées plus haut, selon lesquelles les entrées sur le marché d'entreprises étrangères sont davantage le résultat de biens appartenant à la société mère que de débouchés nouveaux au Canada.
9. Shapiro (1984) a obtenu des conclusions similaires pour la création de nouvelles usines par des entreprises nationales ou étrangères dans le secteur manufacturier canadien au cours de la période allant de 1972 à 1976. Il n'a pas, cependant, ventilé les données selon la création d'usines par des entreprises toujours en exploitation et la création d'usines par de nouvelles entreprises.
10. Laiken (1973) n'a trouvé aucune association entre l'activité d'acquisition et le rendement financier parmi les entreprises canadiennes. Lecraw (1977) a établi que les grandes entreprises classées comme des agents de diversification non apparentée étaient largement engagées dans une activité de fusion (son tableau 13) et tendaient à déclarer des profits inférieurs de 1960 à 1975 aux entreprises moins diversifiées (tableau 20). Jog et Riding (1988) et Tarasofsky et Corvari (1991), en utilisant un échantillon de fusions obtenu du registre des fusions du ministère de la Consommation et des Corporations par des acquéreurs inscrits à la Bourse de Toronto, ont découvert un nombre à peu près égal de réussites et d'échecs à la suite de fusions, la réussite étant synonyme de rentabilité.
11. Reuber et Roseman (1967, pages 76-78) ont signalé que la raison invoquée le plus souvent pour les fusions était le désir des entités acquises d'augmenter la capacité sans recourir à de nouveaux investissements. Ils ont aussi signalé que, bien que les entités acquises n'aient pas été moins rentables que les acquéreurs, leur niveau de pertes était plus élevé. Lecraw (1977, pages 16-18), tirant une conclusion générale de l'étude des grandes fusions, a confirmé l'importance de l'initiative des vendeurs; cependant, il a attaché une certaine importance à ce qu'il a plus tard nommé l'hypothèse du «surplus de l'encaisse», selon laquelle les grandes entreprises procèdent à une fusion lorsque leur encaisse est supérieure aux sommes qu'ils peuvent consacrer à des réin-

vestissements profitables dans leur activité de base, en sus des dividendes normaux.

12. Pour une analyse semblable à celle faite dans le présent document, mais fondée sur une subdivision des secteurs par intensité de la recherche, voir Baldwin et Gorecki (1991d).
13. Le nombre total d'usines par entreprise est aussi donné, mais ce n'est pas une bonne mesure de l'exploitation dans plusieurs usines, parce que ce nombre varie selon les secteurs principalement en raison de la quantité d'entreprises n'exploitant qu'une seule usine. Ceci laisse croire que les entreprises à une seule usine sont plus communes dans les secteurs à faible propriété étrangère.
14. Les usines, naturellement, fabriquent des produits qui ne sont pas classifiés dans les secteurs de base à 4 chiffres, et ces produits figurent à la ligne 4. La limite inférieure, indiquée à la ligne 3, n'est pas contraignante. Étant donné les ratios généralement élevés de spécialisation dans les usines (le pourcentage de la production d'une usine qui est classifiée selon la Classification type des industries (CTI) à laquelle l'usine est affectée), la contrainte n'est que partiellement pertinente.
15. La taille des usines est aussi liée à la diversité et à la situation de contrôle étranger dans les secteurs (Caves, 1975). Nous avons donc vérifié, au moyen d'une régression qui tient compte de la taille des usines, que les différences dans les caractéristiques des usines ne sont pas uniquement le résultat des différences de taille de ces usines.
16. Pour une description des données et des définitions d'entrée et de sortie utilisées, voir Baldwin et Gorecki (1991a).
17. Ces relations ont fait l'objet d'un examen approfondi par Baldwin et Gorecki (1990b), indiquant que ceux qui pénétraient le marché par la création d'un nouvel établissement et ceux qui le pénétraient au moyen d'acquisitions se retrouvaient dans des segments différents d'un secteur, selon la taille de l'entreprise. En outre, lorsque les secteurs sont classés par concentration de producteurs et non par propriété étrangère, comme au tableau 3, on arrive aux mêmes conclusions à propos de la place relative de l'entrée par nouvel établissement par rapport à l'entrée par acquisition.
18. Les moyennes intersectorielles indiquées au tableau 3 ne sont pas pondérées. Lorsque nous pondérons ces moyennes par taille de secteur, les changements de données indiquent que, exeption faite de la rotation des usines toujours en exploitation, l'intensité de la rotation est plus forte dans les petits secteurs. Une explication suffisante de ces données est la tendance à corréler les tailles des usines (et des entreprises) à la taille du secteur (marché). La proportion des coûts d'une usine qui sont amortis augmente probablement avec la taille absolue

de l'usine (le caractère capitalistique augmente certainement), au sein du secteur et entre les secteurs. Les plus petites usines dans les secteurs moins importants accusent également une plus grande rotation.

19. Voir Baldwin (1991b). Cette variable dépendante permet des effets fixes sur le secteur.
20. Les différences ont été découvertes dans les fusions-scissions apparentées. Les transferts entre entreprises étrangères toujours en exploitation, qui sont des fusions-scissions à des entreprises quittant le secteur, indiquent une différence entre les groupes de propriété étrangère et de propriété nationale. Ces transferts d'entreprise étrangère à entreprise étrangère entraînent un gain de parts du marché dans le groupe à propriété étrangère et une perte dans le groupe à forte propriété étrangère.
21. Les fusions horizontales et les usines transférées entre entreprises toujours en exploitation sont exclues de cette analyse.
22. Ainsi, par exemple, la production relative par employé a été calculée comme suit: le numérateur est la somme de la production divisée par la somme des travailleurs dans toutes les usines, dans toutes les usines fusionnées, dans un groupe de propriété étrangère. Le dénominateur est la somme de la production divisée par la somme des travailleurs de toutes les usines qui continuent leur exploitation et qui n'ont pas subi de transferts de contrôle dans le même groupe de propriété étrangère.
23. Le plus grand gain de productivité des fusions horizontales pourrait laisser supposer des loyers de monopole. Cependant, il faut noter que les entreprises fusionnant uniquement en vue de profits de monopole doivent généralement sacrifier une certaine part de marché à des entreprises ne fusionnant pas afin d'augmenter leur marge de profit, à moins de réaliser effectivement le monopole. Les données du tableau 5 indiquent que les fusions horizontales dans les secteurs dominés par des entreprises nationales réalisent aussi des gains de part du marché.
24. Voir Baldwin et Gorecki (1991c) pour une discussion sur la contribution de la rotation des usines à la croissance de la productivité.
25. Les pourcentages de personnel non affecté à la production des usines qui subissent un transfert de contrôle dans le groupe à forte propriété étrangère sont inférieurs à ceux des usines qui continuent l'exploitation, avant et après l'acquisition, et les pourcentages de personnel non affecté à la production dans les usines ouvertes et fermées diminuent généralement dans les groupes, en fonction de l'étendue de propriété étrangère. Ces modèles laissent supposer que, dans les secteurs à forte propriété étrangère, la position de force des unités qui poursuivent

l'exploitation revient aux unités sous contrôle étranger qui emploient de nombreux effectifs non affectés à la production et soumis à une faible rotation. Cette conclusion est compatible avec les données du tableau 5 sur la variation des fusions d'entreprise étrangère à entreprise étrangère associée à l'étendue du contrôle étranger.

26. Les pondérations sont calculées en relation avec toutes les usines d'un groupe à propriété étrangère, c'est-à-dire que les chiffres de valeur ajoutée et de main-d'oeuvre sont calculés pour toutes les usines d'un secteur.
27. Les pondérations sont calculées pour toutes les usines d'un secteur, c'est-à-dire que la valeur ajoutée et les intrants de main-d'oeuvre sont calculés pour toutes les usines du secteur.
28. Il ne faut pas donner à ce terme une connotation normative. Tout ce que nous connaissons est le niveau de rémunération moyen dans les établissements ayant subi un transfert de contrôle par rapport aux établissements qui continuent l'exploitation sans transfert de contrôle. Nous ne savons pas si les niveaux de rémunération sont supérieurs ou inférieurs au coût d'opportunité des employés dans chaque groupe.
29. Les résultats ont été dérivés d'une régression non pondérée qui a utilisé toutes les usines qui existaient en 1970 et en 1979, et ont pris en compte les gains de productivité relatifs aux usines qui ont continué leur exploitation pendant la décennie sans transfert de contrôle.

## BIBLIOGRAPHIE

Baldwin, John R., «The Success of Mergers in the Canadian Manufacturing Sector», document présenté lors d'une conférence, «Mergers, Oligopoly, and Trade», Université d'Aix-Marseille, 1991a.

_____, «Patterns of Intra-Industry Mobility in the Canadian Manufacturing Sector,» Direction des études analytiques, Étude n° 23f, Ottawa, Statistique Canada, 1991b.

Baldwin, John R. et Paul K. Gorecki, *Les économies d'échelle et la productivité: l'écart entre le Canada et les États-Unis, 1970-1979*, Commission royale d'enquête sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, Document de recherche, Vol. 6, Toronto, University of Toronto Press, 1986a.

_____, «Mergers and Merger Policy in the Canadian Manufacturing Sector: 1971 - 79», document n° 297, Ottawa, Conseil économique du Canada, 1986b.

_____, «Plant Creation versus Plant Acquisition: The Entry Process in Canadian Manufacturing», *International Journal of Industrial Organization 5*, mars 1987, pp. 27-41.

_____, «Measuring the Dynamics of Market Structure», *Annales d'Économie et de Statistique* 15/16, juillet-décembre 1989, pp. 315-32.

_____, «Mergers Placed in the Context of Firm Turnover», *Proceedings of the Census Bureau 1990 Research Conference*, Washington, DC, Bureau of the Census, 1990, pp. 53-73.

_____, «Measuring Firm Entry and Exit with Panel Data», *Analysis of Data in Time: Proceedings of the 1989 International Symposium*, A.C. Singh et P. Whitridge (s.l.d.), Ottawa, Statistique Canada, 1991a, pp. 255-70.

_____, «Firm Entry and Exit in the Canadian Manufacturing Section», *Canadian Journal of Economics*, mai 1991b.

_____, «Entry, Exit and Productivity Growth», dans *Entry and Market Contestability: An International Comparison*, Paul Geroski et J. Scwalbach (s.l.d.), Oxford, Basil Blackwell, 1991c.

_____, «Acquisitions étrangères dans les industries de haute technologie du secteur manufacturier canadien» dans *Investissement étranger, technologie et croissance économique*, Donald McFetridge (s.l.d.), Calgary, University of Calgary Press, 1991d.

Caves, Richard E., «Causes of Direct Investment: Foreign Firms' Share in Canadian and United Kingdom Manufacturing Industries», *Review of Economics and Statistics* 56, août 1974, pp. 279-93.

_____, *Diversification, investissements étrangers et économies d'échelle dans l'industrie manufacturière nord-américaine*, Ottawa, Conseil économique du Canada, 1975.

_____, «Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight», *International Journal of Industrial Organization* 7, mars 1989, pp. 151-74.

Caves, Richard E. et Sanjeev Mehra, «Entry of Foreign Multinationals into U.S. Manufacturing», *Competition in Global Industries*, M.E. Porter (s.l.d.), Boston, Harvard Business School Press, 1986, pp. 449-81.

Crookell, Harold, «Subsidiary Strategy in a Free Trade Environment», Document de travail n° 1990-II, Investissement Canada, 1990.

Davidson, William et Donald G. McFetridge, «Recent Directions on International Strategies», *Columbia Journal of World Business* 19, Été 1984, pp. 95-101.

DeMelto, Dennis P., Kathryn E. McMullen et Russell M. Wills, «Preliminary Report: Innovation and Technological Change in Five Canadian Industries», document n° 176, Conseil économique du Canada, 1980.

Eckbo, B. Espen, «The Market for Corporate Control: Policy Issues and Capital Market Evidence», *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, R.S. Khemani, D.M. Shapira et W.T. Stanbury (s.l.d.), Halifax, Institut de recherches politiques, 1988.

Gilbert, Richard J. et David M. Newbery, «Entry, Acquisition, and the Value of Shark Repellent», Document de travail n° 8888, Department of Economics, University of California, Berekely, août 1988.

Globerman, Steven, *Mergers and Acquisitions in Canada: A Background Report*, Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés, étude n° 34, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1977.

Gorecki, Paul K., *Économies d'échelle et taille d'efficacité des usines de la fabrication au Canada*, Ottawa, Bureau de la politique de concurrence, ministère de la Consommation et des Corporations, s.d.

Hisey, Karen B. et Richard E. Caves, «Diversification Strategy and Choice of Country: Diversifying Acquisitions Abroad by U.S. Multinationals, 1978-1980», *Journal of International Business Studies* 16, Été 1985, pp. 51-64.

Jog, Vijay M. et Allan L. Riding, «Post-Acquisition Performance of Partially Acquired Canadian Firms», *Mergers Corporate Concentration and Power in Canada*, R.S. Khemani, D.M. Shapiro et W.T. Stanbury (s.l.d.), Halifax, Institut de recherches politiques, 1988.

Kaplan, Steven N., «The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value», *Journal of Financial Economics* 24, octobre 1989, pp. 217-54.

Laiken, S.N., «Financial Performance of Merging Firms in a Virtually Unconstrained Legal Environment», *Antitrust Bulletin* 18, Hiver 1973, pp. 827-51.

Lecraw, Donald J., *Conglomerate Mergers in Canada*, Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés, étude n° 32, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1977.

Lichtenberg, Frank R. et Donald Siegel, «Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1987 (3), pp. 643-83.

Matthews, Roy A., *Adaptation structurelle et politique industrielle: l'évolution du secteur manufacturier de 1960 à 1980*, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1985.

McFetridge, Donald G., *Les entreprises multinationales et la libéralisation des échanges*, Ottawa, Conseil économique du Canada, 1987.

Mueller, Dennis C., «Mergers and Market Share», *Review of Economics and Statistics*, 67, mai 1985, pp. 259-67.

Organisation de coopération et de développement économiques, *Ajustement structurel et performance de l'économie*, Paris, OECD, 1987.

Ravenscraft, David J. et F.M. Scherer, *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Washington, Brookings Institution, 1987.

Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés, Rapport, Ottawa, Approvisionnements et Services Canada, 1978.

Reuber, Grant L., et Frank Roseman, *The Take-Over of Canadian Firms*, 1945-61, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1969.

Rugman, Alan M., *Multinationals in Canada: Theory, Performance and Economic Report*, Boston, Martinus Nijhoff, 1980.

Shapiro, Daniel M., «Entry, Exit, and the Theory of the Multinational Corporation», *The Multinational Corporation in the 1980s*, Charles P. Kindleberger et David B. Audretsch (s.l.d.), Cambridge, MIT Press, 1984, pp. 103-22.

Stanbury, William T., et Leonard Waverman, «Merger Policy of the Royal Commission on Corporate Concentration: Conclusions Without Evidence», *Perspectives on the Royal Commission on Corporate Concentration*, P.K. Gorecki et W.T. Stanbury (s.l.d.), Montréal, Butterworth & Co. pour l'Institut de recherches politiques, 1979, pp. 109-131.

Tarasofsky, Abraham, avec Ronald Corvari, «Fusions et acquisitions de sociétés - Le point sur la rentabilité», manuscrit non publié, Conseil économique du Canada, 1990.

Wolf, B.N., «Industrial Diversification and Internationalization: Some Empirical Evidence», *Journal of Industrial Economics*, 26, décembre 1977, pp. 177-91.

*Michel Patry,*
*Institut d'économie appliquée,*
*École des Hautes Études Commerciales*

*et* *Michel Poitevin,*
*Département de sciences économiques,*
*Université de Montréal et C.R.D.E.*

5

# Les prises de contrôle hostiles: l'expérience canadienne

## INTRODUCTION

DANS LES ANNÉES 80, une vague de prises de contrôle hostiles a littéralement déferlé sur les États-Unis et, à un moindre degré, sur le Canada. Ces prises de contrôle ont suscité de vives réactions dans le public et chez les universitaires. Cependant, malgré la curiosité apparente qu'elles éveillent, on sait peu de choses sur ces prises de contrôle. Par exemple, nous ne savons pas ce qui est à l'origine de ces démarches agressives, ni en quoi elles diffèrent des fusions ou des prises de contrôle amicales. On a effectué de nombreuses études aux États-Unis et au Canada[1], mais la plupart n'ont pu établir de distinction entre les différents types de prises de contrôle et n'ont rapporté que des résultats globaux. Étant donné qu'il s'agit d'un phénomène relativement récent, la prolifération de prises de contrôle n'a, jusqu'à ce jour, fait l'objet d'aucune recherche approfondie.

La lecture occasionnelle de la presse financière révèle que de nombreux dirigeants croient qu'à l'avenir les sociétés se feront moins nombreuses, mais plus importantes. La tendance mondiale récente à la libéralisation du commerce vient confirmer ce point de vue. Si au cours des années 60 et 70 les dirigeants d'entreprises parlaient de diversification et de conglomérats, l'intégration économique et la mondialisation du marché font partie du vocabulaire des années 80 et 90. Dans un contexte d'intégration économique et de mondialisation des marchés, il se peut que les prises de contrôle aient un important rôle à jouer dans la redistribution des ressources en permettant aux sociétés de fusionner pour réaliser des économies d'échelle et atteindre l'envergure sans lesquelles elles ne sauraient être concurrentielles sur les marchés internationaux. Cet article a comme objectif d'étudier le rôle que jouent les prises de contrôle hostiles dans ce processus de redistribution des ressources.

Les prises de contrôle hostiles se caractérisent par le refus de la direction de l'entreprise cible d'accepter l'offre initiale d'achat. La résistance de la direction de l'entreprise cible peut s'exprimer de différentes façons, mais elle oblige habituellement l'acquéreur à majorer son offre initiale, souvent considérablement, pour conclure l'achat. En conséquence, l'acquéreur achète souvent l'entreprise cible à un prix supérieur à sa valeur en bourse avant la transaction. Ce prix plus élevé reflète la valeur que l'acquéreur attache à l'entreprise cible. Nous nous demandons pourquoi l'acquéreur attribue à l'entreprise cible une valeur supérieure à celle que lui accorde la bourse. Pour comprendre pourquoi l'acquéreur paie une prime en sus du cours en bourse de l'entreprise cible, il faut déterminer si oui ou non les prises de contrôle hostiles produisent des gains pour l'acquéreur et, si oui, d'où proviennent ces gains. La plupart des études de prises de contrôle (voir note n° 1) calculent les profits anormaux réalisés par l'acquéreur et par l'entreprise cible. Cependant, ces études ne réussissent souvent pas à identifier les sources de ces gains. Pour comprendre les répercussions d'une prise de contrôle sur l'économie canadienne, nous étudions l'origine des primes liées aux prises de contrôle.

Nous nous concentrons sur un échantillon de prises de contrôle hostiles d'entreprises canadiennes qui ont eu lieu récemment. Pour chaque transaction, nous estimons la prime payée par l'acquéreur en sus de la valeur en bourse de l'entreprise cible. Nous étudions ensuite le comportement de ces entreprises après la prise de contrôle pour tenter d'expliquer l'addition de cette prime. À cette fin, nous identifions d'abord les facteurs possibles dont on sait qu'ils motivent les prises de contrôle: le transfert de richesse entre les actionnaires des deux entreprises, les licenciements, les réductions d'investissements, les économies d'impôt et les reventes d'actifs[2]. Ensuite, nous évaluons qualitativement l'importance relative de ces facteurs pour chaque transaction. Du même coup, nous pouvons étudier le rôle que jouent les entreprises à capitaux étrangers dans l'acquisition d'entreprises canadiennes. Enfin, nous comparons nos résultats à ceux d'autres études sur les prises de contrôle américaines et canadiennes.

## ÉCHANTILLONNAGE ET MÉTHODOLOGIE

NOUS NOUS PROPOSONS MAINTENANT de décrire notre échantillon de prises de contrôle hostiles. Dans la prochaine section, nous décrivons les facteurs à l'origine de ces prises de contrôle.

## DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON

NOUS CHOISISSONS LA MÉTHODE des études de cas pour analyser les prises de contrôle hostiles. Idéalement, nous préférerions étudier toutes les tentatives de prise de contrôle d'entreprises canadiennes au-dessus d'une valeur seuil sur une période de trois ans, mettons. Un tel échantillon permettrait de tirer des conclusions plus fiables. Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) ont composé un échantillon de ce genre pour les États-Unis en choisissant toutes les prises de contrôle hostiles d'une valeur de 50 millions de dollars ou plus pendant la période 1984-1986. En tout, ils ont étudié 62 cas. De la même façon, Morck, Shleifer et Vishny (1990) ont étudié toutes les prises de contrôle (hostiles et amicales) d'entreprises classées parmi les 500 plus importantes selon *Fortune* aux États-Unis. Nous ne disposons pas de données exhaustives semblables pour le Canada.

Nous identifions plutôt dix cas de prises de contrôle hostiles d'une valeur de 10 millions de dollars ou plus que nous analysons à la fois quantitativement et qualitativement[4]. Conformément à la définition classique de W.T. Grimm, adoptée également par Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), nous considérons qu'une prise de contrôle est hostile quand la direction de l'entreprise cible, du moins au départ, se montre opposée à la transaction (ne serait-ce que pour faire monter la mise)[5]. Nous identifions chaque cas en étudiant toutes les fusions et acquisitions importantes qui ont eu lieu de 1985 à 1989, en parcourant la presse des affaires pour déterminer si l'acquisition résultait d'une prise de contrôle hostile et en vérifiant ensuite si les renseignements publics sur la prise de contrôle suffisaient pour documenter les transferts de richesse, les licenciements, les réductions d'investissements, les économies d'impôt et les reventes d'actifs[6]. Les limitations des données nous ont incités à rejeter plusieurs cas. Par exemple, certaines prises de contrôle concernaient des entreprises privées (Vidéotron achète Télémétropole); d'autres avaient eu lieu trop récemment pour permettre une analyse détaillée des réorganisations effectuées à la suite de la prise de contrôle (Socanav - Caisse de Dépôt achète Steinberg). L'annexe donne une courte description des entreprises cibles et des enchérisseurs choisis, ainsi que certains détails sur les transactions.

Quoique cette liste ne représente qu'un échantillon de toutes les prises de contrôle hostiles, les cas que nous analysons couvrent de nombreuses industries, dont celles des produits chimiques, des communications, de l'électronique, de l'énergie, des services financiers, de la fabrication et des ressources naturelles; aussi, de nombreuses prises de contrôle font intervenir un acquéreur étranger (Imasco — appartenant à 40% à

l'entreprise britannique BAT —, Allied Lyons de Grande-Bretagne, Dumez S.A. de France, et Indal et Motorola des États-Unis).

Nous avons puisé les informations sur chaque entreprise et sur chaque prise de contrôle à diverses sources: les rapports annuels des acquéreurs et des entreprises cibles, le *FRI'S Stock Database*, la *Financial Post Corporate Database*, *Compustat*, *The Globe and Mail*, *The Financial Post* et d'autres périodiques financiers.

## MÉTHODOLOGIE

NOTRE MÉTHODOLOGIE S'INSPIRE BEAUCOUP de celle de Shleifer et Vishny (1989) et de Bhide (1989). En voici une description.

Pour comprendre les motifs des prises de contrôle et les sources des gains financiers réalisés par les actionnaires des entreprises cibles, il nous faut d'abord évaluer l'ampleur des gains dont il est question. Pour les estimer, nous ne nous concentrons que sur les gains réalisés par les actionnaires et passons sous silence les variations de richesse des autres parties intéressées. Quoiqu'on dispose de peu de données sur cette question, les analyses novatrices effectuées récemment ne signalent aucun gain anormal réalisé par les obligataires (Dennis et McConnell, 1986). Par contre, les études consacrées aux fusions et aux acquisitions tendent généralement à confirmer le point de vue selon lequel les actionnaires de l'entreprise cible obtiennent souvent des rendements positifs anormaux (Eckbo, 1986; Ravenscraft et Scherer, 1987; Bradley, Desai et Kim, 1988; Bhagat, Shleifer et Vishny, 1989; Asquith, Opler et Weston, 1990; Morck, Shleifer et Vishny, 1990).

Tout d'abord, nous procédons à l'estimation d'un modèle de valorisation boursière de l'actif afin de prévoir la valeur de l'entreprise cible le jour où elle accepte l'offre d'achat *comme si la prise de contrôle n'avait pas eu lieu*. Le modèle suppose simplement que le rendement des titres de l'entreprise cible, $R_{it}$, entretient un rapport linéaire avec le rendement d'un portefeuille boursier, $R_{mt}$:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}, \qquad (2.1)$$

$R_{mt}$ étant le rendement de l'indice TSE 300 et $e_{it}$ un terme de perturbation stochastique qui reflète l'effet de risques non systématiques particuliers sur le rendement de l'entreprise. Nous présumons que $e_{it}$ suit une distribution normale avec une moyenne de zéro. Le paramètre estimé $\beta_i$ mesure le risque systématique de l'entreprise, c'est- à-dire la covariance des rendements de l'entreprise et du portefeuille.

On estime l'équation (2.1) à partir d'observations quotidiennes du cours de clôture des actions de l'entreprise cible sur une période de 200 jours. Pour compenser les effets de toute fuite d'information au sujet de la

tentative de prise de contrôle, nous soustrayons de la période faisant l'objet de l'estimation les fluctuations du cours pendant les 80 jours de négociation en bourse précédant la première offre d'achat. En conséquence, la période faisant l'objet de l'estimation va du 280e jour de bourse précédant l'annonce de la première offre au 80e jour qui précède cette annonce. Cette stratégie d'estimation se compare avantageusement à l'utilisation de données comptables puisqu'elle tient compte des fluctuations du marché boursier.

Les valeurs estimées des paramètres servent ensuite à calculer le rendement prévu des actions de l'entreprise cible entre la date de la première offre moins 20 jours et la date de décision. Le cours des actions qui résulte de ce calcul représente notre prévision de la valeur des actions de l'entreprise cible s'il n'y avait pas eu de prise de contrôle. Nous comparons ensuite cette valeur prévue au prix réel payé par l'acheteur. Ce prix réel est habituellement supérieur à la valeur boursière estimée; la différence représente la prime payée par l'acheteur. Si le processus d'offre est assez concurrentiel, la prime payée en sus de la valeur boursière de l'entreprise cible représente une estimation des gains que l'acheteur réalise en faisant l'acquisition de l'entreprise cible. Cependant, peu importe s'il doit majorer son offre, l'acheteur qui a ses propres raisons pour faire l'acquisition de l'entreprise cible reste gagnant. Il se peut donc que la prime calculée sous-estime les gains de l'acquéreur.

Le problème consiste à étudier le comportement des entreprises après la prise de contrôle pour déterminer ce qui justifie le versement d'une prime. Le fait que dans la plupart des cas les deux entreprises fusionnent après une prise de contrôle complique l'étude de leur comportement suite à une telle transaction. Par conséquent, l'utilisation de données comptables ne reflète pas toujours les retombées marginales de la prise de contrôle pour l'acquéreur et pour l'entreprise cible. De plus, les données comptables sont parfois peu fiables puisqu'elles ne correspondent pas nécessairement à la véritable valeur économique de l'actif. En conséquence, nous nous fions à des sources d'information telles que les cours en bourse, les journaux, les périodiques financiers et les rapports annuels. Nous pouvons procéder ainsi en raison de la petite taille de l'échantillon et de l'attention que la presse économique accorde aux prises de contrôle hostiles. Cependant, comme certains aspects des prises de contrôle ne sont pas rendus publics, il se peut que nos estimations sous-évaluent les changements réels.

Nous évaluons la situation postérieure à la prise de contrôle en étudiant six facteurs différents qui peuvent avoir motivé la prise de contrôle et qui pourraient expliquer la prime payée par l'acheteur. Nous décrivons maintenant brièvement ces facteurs et leur justification économique.

## CHANGEMENT DE RICHESSE DES ACTIONNAIRES ACQUÉREURS

UNE FOIS ANNONCÉE, une prise de contrôle devient un jeu de négociation à somme nulle entre les actionnaires des deux entreprises concernées. Le coût de la transaction n'est qu'un transfert d'une entreprise à l'autre. Les gains d'une entreprise représentent les pertes de l'autre. Il se peut donc que l'acquéreur ait payé trop cher l'entreprise cible. On étudie cette possibilité en prévoyant la valeur boursière de l'acquéreur *comme s'il n'avait jamais proposé la transaction* et en comparant cette valeur prévue à la valeur réelle de l'entreprise. On peut adapter la méthode appliquée à l'entreprise cible pour évaluer les changements de richesse des actionnaires acquéreurs. On applique aussi une période d'estimation de 200 jours de bourse au modèle empirique de valeur en bourse. Dans ce cas-ci, le problème est un peu plus complexe parce qu'il n'y a pas d'équivalent au prix versé aux actionnaires de l'entreprise cible. De plus, pour des raisons qui n'ont rien à voir avec la prise de contrôle, les cours des actions des sociétés qui tentent de prendre le contrôle d'une autre accusent fréquemment de fortes fluctuations pendant la période souvent longue qui s'écoule entre la date de la première offre d'achat et la date de décision. Par exemple, certaines grandes entreprises tentent de faire plusieurs acquisitions en même temps (Motorola, par exemple). D'autres subissent des perturbations provoquées par la réglementation ou traversent une importante réorganisation (par exemple, la Gulf Canada Ltée devient la Corporation Gulf Canada). Nous définissons donc ensuite les changements de richesse anormaux des actionnaires acquéreurs comme la différence entre la valeur de l'entreprise trois jours après l'annonce de sa première offre d'achat et sa valeur prévue pour ce même jour, d'après notre modèle. Nous prévoyons le cours des actions de l'acquéreur trois jours après son offre d'achat en utilisant le cours observé trois jours avant l'offre et le rendement prévu par notre modèle pour la période de sept jours qui commence trois jours avant l'offre et se termine trois jours après celle-ci. Cette méthode nous permet de tenir compte de la réaction du marché boursier à la première offre d'achat. Elle indique donc si le marché perçoit la transaction comme étant positive ou négative.

À l'aide de cette prévision, nous pouvons déduire la valeur que le marché boursier attribue à la prise de contrôle pour l'acquéreur. Cette valeur peut être négative. Si tel est le cas, le transfert de richesse des actionnaires d'une entreprise à ceux de l'autre explique une partie de la prime[7]. C'est ce qui surviendra si, par exemple, les dirigeants poursuivent des objectifs personnels et espèrent profiter personnellement de la prise de contrôle. Il se peut qu'ils soient alors disposés à surenchérir quelque peu pour faire l'acquisition de l'entreprise cible. Par contre, si la prise de contrôle profite

aux actionnaires de l'entreprise qui en est l'auteur, il faut ajouter ce gain à la prime payée pour aboutir à la valeur totale générée par la prise de contrôle. C'est ce qui peut se produire si l'acquéreur est d'une certaine façon en position de force dans les négociations, ce qui empêche l'entreprise cible de tirer tout le profit possible de la transaction. Par exemple, il se peut que l'entreprise cible ait eu de la peine à se défendre en faisant appel à un allié[8] ou en menaçant d'entreprendre une restructuration du capital. Pour étayer cet argument relatif à la position de force relative des deux entreprises au cours des négociations, nous étudions le rapport entre le partage de la prime entre les deux entreprises, d'une part, et les tactiques défensives utilisées par l'entreprise cible, d'autre part.

### Licenciements

Il se peut que la présence de travailleurs rémunérés au-dessus de leur productivité marginale incite l'acquéreur à mieux affecter ses ressources en congédiant certains travailleurs. Ces licenciements se traduiront ensuite en une réduction des coûts et en une meilleure performance pour l'entreprise fusionnée. L'estimation de cette réduction des coûts rendra compte d'une partie de la prime payée par l'acquéreur. Shleifer et Summers (1988) soutiennent que l'existence d'un contrat implicite entre travailleurs et actionnaires pourrait être l'une des raisons expliquant le versement d'une certaine rente aux travailleurs avant la prise de contrôle. On peut donc voir dans le licenciement de certains de ces travailleurs par l'acquéreur une rupture de ce contrat implicite. En pareil cas, ces licenciements représenteraient un transfert de richesse des travailleurs aux actionnaires acquéreurs[9]. De toute façon, les licenciements représentent un gain privé pour l'acquéreur, gain dont on devrait tenir compte dans l'explication de la prime. La question de savoir si ces licenciements représentent ou non une rupture de contrat n'a rien à voir avec l'imputation de la prime.

Nous nous y prenons de la façon suivante pour estimer la valeur actuelle des économies réalisées grâce aux licenciements. Nous présumons que les licenciements dureront cinq années, que le taux d'actualisation se situe à 10 pour cent et que le coût de la main-d'oeuvre avant impôt s'élève à 35 000 $ pour un col bleu et à 80 000 $ pour un col blanc, tous avantages sociaux compris[10].

### Réduction des investissements

Jensen (1986) soutient que les entreprises ayant une trésorerie surabondante pourraient vouloir investir dans des projets ayant une valeur actuelle négative. En pareil cas, un acquéreur pourrait payer une prime

pour l'entreprise cible s'il prévoit de réduire les projets à valeur actuelle négative. Dans la mesure du possible, nous ferons rapport sur la façon dont l'acquéreur modifie les projets d'investissement de l'entreprise cible.

## Économies d'impôt

Si l'entreprise cible a certains crédits ou déductions fiscaux inutilisés dont l'acquéreur pourrait se prévaloir plus tôt que ne saurait le faire l'entreprise cible, une prime est justifiable. Cela s'explique par le fait que dans certains cas, avant la prise de contrôle, le marché boursier n'aura peut-être pas donné à ces crédits ou déductions toute la valeur qu'ils représentent pour l'acquéreur.

Il se peut aussi que des motifs d'ordre fiscal incitent l'acquéreur à payer une prime si l'entreprise cible était sous-endettée et que la transaction soit financée par emprunt. En pareil cas, il se peut que la déductibilité des versements d'intérêt réduise les coûts financiers de l'entreprise cible sans augmenter considérablement les risques perçus de difficultés financières, augmentant ainsi la valeur marchande de l'entreprise[11]. Cependant, il peut s'avérer difficile de justifier ce dernier argument puisqu'il faudrait aussi expliquer pourquoi l'entreprise cible était sous-endettée en premier lieu. De plus, pour évaluer l'importance de cette source d'économies d'impôt, nous aurions besoin d'informations, rarement disponibles, sur la vitesse à laquelle la dette peut être remboursée. Nous nous concentrerons donc surtout sur l'existence de déductions et de crédits inutilisés, tout en nuançant notre analyse en tenant compte du mode de financement de la transaction.

## Vente d'actifs

Il arrive souvent que l'acquéreur démantèle une partie de l'entreprise cible en revendant certains actifs. Souvent, la somme des actifs revendus peut avoir une valeur supérieure à celle de l'entreprise cible dans son ensemble[12]. L'acquéreur peut alors générer une survaleur en liquidant ses actifs petit à petit. Par exemple, il peut les vendre à une organisation motivée, comme un groupe de gestion ou un acheteur lié à l'industrie considérée. Une telle organisation sera disposée à payer plus cher l'actif parce qu'elle en améliorera l'efficacité par une meilleure gestion. Il se peut aussi qu'un acheteur actif dans un secteur connexe attache une plus grande valeur à certains éléments d'actif si leur acquisition permet de réaliser des économies d'échelle ou d'améliorer sa position relativement à ses concurrents. On peut rendre compte de ces gains en examinant l'industrie et en identifiant le type d'organisation qui fait l'acquisition des actifs mis en vente.

On soutient souvent que le marché des prises de contrôle fait fonction de chien de garde en aidant à éliminer les situations de sous-efficience[13]. Ces situations peuvent être dues à deux causes. Elles peuvent résulter soit d'une mauvaise gestion des actifs existants, soit d'une mauvaise affectation des actifs. Dans le premier cas, on peut s'attendre à ce que les actifs soient vendus à une organisation motivée; dans le deuxième cas, il est plus probable qu'ils seront vendus à une entreprise engagée dans une industrie étroitement liée.

## Acquisitions stratégiques

Dans les années 60 et 70, la plupart des fusions semblaient être entreprises par les grands conglomérats et être motivées par un désir de diversificaion (Asquith, Opler et Weston, 1990). Dans les années 80, la proportion de fusions horizontales et verticales[14] a augmenté à la fois aux États-Unis et au Canada[15]. Les acquisitions horizontales peuvent améliorer l'efficience de l'industrie dans la mesure où les entreprises fusionnées se partagent des installations de production, de commercialisation, de distribution, de recherche-développement (R-D) ou d'administration. Ces acquisitions peuvent aussi servir à accroître le pouvoir sur le marché en réduisant le nombre d'entreprises dans l'industrie considérée, quoique ce dernier argument semble moins convaincant dans un contexte de mondialisation. Ces deux effets, qualifiés de stratégiques, sont difficilement quantifiables. Il s'avère donc plutôt difficile de déterminer si la prise de contrôle améliore ou non le sort des consommateurs. Eckbo (1983) et Stillman (1983) offrent quelques indices de l'augmentation du cours des actions des concurents lorsqu'une fusion horizontale est annoncée; cette augmentation est conforme à celle du pouvoir des entreprises qui font partie de l'industrie considérée en conséquence d'une plus grande concentration. Jensen (1988) cite certains cas où les actions des concurrents ont augmenté lorsque le gouvernement a contesté la prise de contrôle au nom de la législation antitrust. Ces observations ne contredisent pas nécessairement celles évoquées précédemment puisque dans certains cas une plus grande concentration peut nuire aux concurrents si l'entreprise fusionnée devient un chef de file incontesté[16]. Nous déterminons si oui ou non des facteurs stratégiques étaient à l'origine d'une prise de contrôle en étudiant les secteurs d'activité de l'acquéreur et de l'entreprise cible et, ce qui importe tout autant, en étudiant ceux des acheteurs ultérieurs si l'acquéreur initial revend tout ou partie de l'actif.

## CRÉATION DE VALEUR ET SOURCES DE GAINS

CETTE SECTION PRÉSENTE les résultats d'une analyse détaillée des dix cas de notre échantillon. Nous cherchons d'abord à déterminer si oui ou non les prises de contrôle ont été génératrices de valeur. Si oui, nous étudions ensuite les sources de ces gains. La prochaine section compare nos résultats avec ceux d'autres études.

### CRÉATION DE VALEUR

LE TABLEAU PRÉSENTE les changements de richesse estimés pour chaque transaction en appliquant le modèle de marché décrit à la section précédente. Pour chaque entreprise, la colonne $ donne la valeur en dollars du changement de richesse alors que la colonne % donne la prime exprimée en pourcentage de la valeur estimée de l'entreprise si aucune prise de contrôle n'avait eu lieu. La dernière colonne donne la prime totale pour les deux entreprises. Dans tous les cas où il a été possible d'évaluer les changements de richesse, on a généré une valeur globale de 3 314 millions de dollars. Tel que prévu, les actionnaires de l'entreprise cible et de l'acquéreur se sont partagé cette valeur dans des proportions inégales. Les choses se passent très bien pour les actionnaires de l'entreprise cible puisqu'ils gagnent en moyenne 35,6 pour cent par rapport à la valeur marchande estimée si aucune offre d'achat n'avait été faite. Les choses se passent moins bien pour les actionnaires acquéreurs puisqu'en moyenne les prises de contrôle n'augmentent la valeur de leurs actions que de 3,4 pour cent.

Dans la plupart des cas, la prime payée à l'entreprise cible variait entre 20 et 42 pour cent. Dans trois cas, la prime représentait une importante proportion en sus de la valeur marchande estimée. En ce qui concerne la transaction Fleet-Fathom, Fleet a payé l'impressionnante prime de 157,6 pour cent en sus du cours du marché de Fathom. Nova a payé une prime de 134,7 pour cent aux actionnaires de Polysar, une somme s'élevant à presque 1 milliard de dollars. Motorola a payé une prime de 72,4 pour cent pour faire l'acquisition de MDI. Dans un cas, la prime était plutôt basse; Unicorp n'a payé que 3,1 pour cent en sus de la valeur estimée d'Union, ce qui ne représente que 7,6 millions de dollars[17].

Dans la plupart des transactions, les changements de richesse de l'acquéreur étaient positifs mais modestes, s'élevant habituellement à moins de 10 pour cent. Cambior est le seul acquéreur qui a dépassé ce seuil en enregistrant une augmentation de valeur de l'ordre de 14,4 pour cent. Dans deux cas, les acquéreurs ont réalisé un rendement négatif mais modeste. Au cours de la transaction, les actionnaires de TCPL et d'Uni-

TABLEAU 1

CHANGEMENT DE RICHESSE DES ACTIONNAIRES[1] DE L'ENTREPRISE CIBLE ET DE L'ACQUÉREUR

| | CHANGEMENT DE RICHESSE DE L'ENTREPRISE CIBLE | | CHANGEMENT DE RICHESSE DE L'ACQUÉREUR | | |
|---|---|---|---|---|---|
| TRANSACTION | $ | % | $ | % | PRIME[2] |
| Imasco – Genstar | 624,8 | 41,1 | 358 | 9,8 | 982,8 |
| TCPL – Encor | 149,2 | 20,7 | –137 | –6,8 | 12,2 |
| Nova – Polysar | 987,3 | 134,7 | 201,2 | 7,9 | 1188,5 |
| Cambior – Sullivan | 13,0 | 36,4 | 80,7 | 14,4 | 93,7 |
| Dumez – Westburne | 66,5 | 33,9 | n/a | n/a | 66,5 |
| Gulf – Hiram Walker | 510 | 22,5 | n/a | n/a | 510,0 |
| Unicorp – Union | 7,6 | 3,1 | –4,8 | –4,7 | 2,8 |
| Fleet Aerospace – Fathom | 6,5 | 157,6 | 0,4 | 2,9 | 6,9 |
| Motorola – MDI | 44,1 | 72,4 | n/a | n/a | 44,1 |
| Noranda & Trelleborg – Falconbridge | 250,6 | 14,7 | 155,8[3] | 3,7 | 406,4[3] |
| Total[2] | 2659,6 | 35,6 | 654,3 | 3,4 | 3313,9 |

1 On n'a pu estimer les changements de richesse pour Dumez, Motorola et Trelleborg parce que ces compagnies étaient engagées dans d'autres entreprises ou n'étaient pas inscrites au TSE au moment de la prise de contrôle. On n'a pu les estimer pour Gulf non plus parce que cette compagnie subissait alors une importante réorganisation financière, ce qui rendait impossible l'estimation du modèle. La prime payée pour faire l'acquisition de Fathom n'a pas été estimée au moyen du modèle parce qu'on ne pouvait attribuer aucune valeur au moyen d'échange (bon de souscription). Nous nous sommes fondés sur les opinions d'analystes boursiers sur la valeur des bons de souscription et actions offerts telles que données dans la presse financière.

2 Chaque rangée et à chaque colonne, le total se rapporte aux entreprises dont on a évalué les changements.

3 Ce chiffre ne représente que le changement de richesse de Noranda. On n'a pas estimé les changements de richesse de Trelleborg. Donc, la prime totale réelle sera probablement plus importante.

corp ont enregistré une perte de valeur de 6,8 et de 4,7 pour cent respectivement. Ces rendements négatifs peuvent se produire si les dirigeants de l'acquéreur attachent une valeur personnelle à la prise de contrôle; en pareil cas, il peut leur arriver de payer trop cher l'entreprise cible.

La répartition des gains varie sensiblement d'un cas à l'autre. Nous tentons maintenant d'établir un rapport entre les gains réalisés, l'importance des tactiques défensives et la concurrence à laquelle donne lieu la prise de contrôle de l'entreprise cible.

## TACTIQUES DÉFENSIVES ET RÉPARTITION DES GAINS

LES ACTIONNAIRES DE L'ENTREPRISE CIBLE semblent recevoir la plus grande partie de la valeur produite par les prises de contrôle. Jarrell, Brickley et Netter (1988) attribuent le déclin, en longue période, des gains de l'acquéreur en partie à l'amélioration des mesures de défense contre les prises de contrôle. Les négociations auxquelles s'adonnent l'acquéreur et l'entreprise cible et qui déterminent la répartition des gains sont assez complexes.

TABLEAU 2

RÉSUMÉ DES MESURES DE DÉFENSE CONTRE LES PRISES DE CONTRÔLE[1]

| | |
|---|---|
| **Tactiques préventives** | |
| Règlements intérieurs | |
| I. Majorité qualifiée | F |
| II. Amendement relatif au prix équitable | F, FB |
| Prime de départ élevée | P, F, M |
| **Tactiques agresaives** | |
| I. Dilution des capitaux propres | P, F |
| II. Rachat d'actions | E, FB |
| III. Distribution aux actionnaires | P, FB |
| **Tactiques défensive** | |
| I. Recours à une société alliée | E, S, H, U, M, FB |
| II. Vente des actifs les plus attrayants | H |
| III. Rachat par les dirigeants | G, H |
| IV. Course aux procurations | P, M, FB |
| V. Pilule empoisonnée | U |
| **Tactiques judiciaires** | |
| I. Tribunaux fédéraux et provinciaux | H, U |
| II. Lois antitrust | P |
| III. T.S.E. | H, F |
| IV. CVMO | H, U, F, M, FB |

1 G = Genstar, E = Encor, P = Polysar, S = Sullivan, H = Hiram Walker, U = Union, F = Fathom, M = MDI, FB = Falconbridge. United Westburne n'a eu recours à aucune tactique défensive.

Le nombre d'acquéreurs concurrents, l'efficacité et la nature des mesures de défense contre les prises de contrôle et d'autres facteurs structurels qui influent sur la concurrence dans le marché des prises de contrôle sont les déterminants clés de la répartition des gains. On ne peut ni observer, ni mesurer la plupart de ces facteurs. Cependant, au tableau 2 nous résumons qualitativement nos conclusions sur les mesures de défense contre les prises de contrôle employées par les entreprises cibles.

Essentiellement, il existe deux genres de mesures de défense. En premier lieu, il se peut que les tactiques préventives influent peu sur la répartition des gains puisqu'elles visent à prévenir les prises de contrôle plutôt qu'à augmenter la richesse des actionnaires une fois qu'une offre d'achat a été présentée. De fait, ces tactiques peuvent réduire la fortune des actionnaires puisqu'une prise de contrôle est en cours. De telles tactiques comprennent différents règlements intérieurs et de grosses primes de départ pour les dirigeants. Un deuxième type de tactique prend forme suite à l'offre d'achat initiale et vise à inciter l'offreur à majorer son prix. Il s'agit de tactiques agressives, de tactiques défensives et de tactiques judi-

ciaires. La dilution du capital, les «pilules empoisonnées» et la mobilisation d'«alliés» comptent parmi les tactiques les plus connues.

Les tactiques préventives semblent moins courantes que les mesures de défense utilisées suite à la première offre d'achat. Cette observation pourrait toutefois résulter d'un problème d'autosélection. Les tactiques préventives sont censées prévenir les prises de contrôle. Comme notre échantillon ne comprend que des offres d'achat couronnées de succès, il n'est pas étonnant que le recours à des tactiques préventives y figure peu. En ce qui a trait aux mesures employées après l'offre d'achat, certaines entreprises cibles semblent avoir monté de solides lignes de défense en utilisant une vaste gamme de tactiques. Le tableau 2 révèle que Falconbridge, Fathom, Hiram Walker, MDI et Polysar comptaient parmi les entreprises qui se défendaient le plus activement. Certaines mesures de défense se sont avérées extrêmement populaires. Nous avons constaté que les sociétés alliées avaient joué un rôle actif dans quatre cas. Deux d'entre elles sont devenues l'acquéreur: Cambior, qui a livré avec succès une lutte à Ste-Geneviève pour prendre le contrôle de Sullivan; et Motorola, qui a défait Glenayre dans la lutte pour faire l'acquisition de MDI. Les sociétés alliées ont échoué dans deux cas: Amax n'a pas réussi à sauver Falconbridge et TCPL n'a pas pu empêcher Gulf de faire l'acquisition de Hiram Walker. Dans deux autres cas, Union et Encor se sont démenées en vain pour trouver un allié.

Parmi les sept cas dont nous ne pouvions estimer les changements de richesse pour les deux entreprises concernées, deux entreprises cibles ont pu récolter une grande part des gains créés par la prise de contrôle. Même s'il n'a pas pu trouver d'allié, Encor a en fait touché 1 223 pour cent de la valeur totale créée à mesure que diminuait la richesse de TCPL. Cette situation a découlé du concours de deux facteurs. En premier lieu, Encor s'est engagé dans un programme de rachat de ses propres actions. En deuxième lieu, le fait que quelques importants actionnaires se soient montrés sympathiques à la cause d'Encor a garanti la réussite de ce programme. Quelques jours avant l'offre d'achat définitive, 47,7 pour cent des actions d'Encor étaient entre les mains d'«amis», Dome et Sam Belzberg en détenant 35 et 5 pour cent respectivement. Cette concentration des actions de l'entreprise cible a affaibli le pouvoir de négociation de TCPL, qui a dû majorer considérablement son offre jusqu'à ce que le groupe dirigé par Dome et par Sam Belzberg présente enfin son offre. Dans un autre cas, Polysar a touché 83 pour cent du total des gains. Parmi les prises de contrôle incluses dans l'échantillon, celle de Polysar a sûrement été l'une des plus chaudement disputées. Polysar s'est livré à deux importantes distributions de dividendes aux actionnaires, ce qui a fait la différence. Malgré ces

distributions, Nova n'a pas diminué son offre, permettant ainsi aux actionnaires de Polysar de bénéficier d'un gain direct.

La description de ces cas ne démontre guère que des tactiques défensives appropriées ont des répercussions positives sur la part de la valeur totale créée par la prise de contrôle qui revient à l'entreprise cible. Habituellement, les tactiques plus agressives produisent la plus grande part de la valeur. Nous avons étudié les conséquences du nombre d'intervenants indépendants dans le jeu des surenchères sans découvrir de corrélation importante avec le pourcentage de la prime revenant à l'entreprise cible. Étant donné la petite taille de l'échantillon, les variations étaient insuffisantes pour permettre de tirer des conclusions.

Enfin, cette description donne aussi quelques indices de l'imperfection du marché des prises de contrôle. Le fait que le pouvoir de négociation de chaque partie puisse être affecté par des tactiques défensives et par des motivations propres aux parties indique que ce marché n'est pas véritablement concurrentiel. Par exemple, si la présentation d'une offre d'achat comporte des coûts pour l'offreur, la répartition prévue des rentes risque d'influer sur l'incitation à investir dans une prise de contrôle. Le nombre de prises de contrôle n'atteindra donc pas le niveau optimal. Le modèle proposé par Grossman et Hart (1980) suggère que ce résultat n'aura pas lieu si l'entreprise cible peut s'engager à ne pas se défendre trop agressivement. Cependant, comme nous nous en rendons compte, les choses ne se produisent pas toujours ainsi, ce qui laisse à penser que le marché des prises de contrôle n'est peut-être pas le moyen idéal pour éliminer les cas de sous-efficience dans la gestion ou l'affectation des actifs.

Puisque les prises de contrôle hostiles engendrent d'importants changements de richesse, nous tentons maintenant d'identifier les facteurs qui pourraient expliquer cette création de richesse.

## Sources de gains

À la section traitant de l'échantillon retenu et de la méthodologie employée, nous avons présenté plusieurs facteurs susceptibles d'expliquer la prime habituellement versée aux actionnaires de l'entreprise cible à la suite de prises de contrôle hostiles. Nous présentons maintenant les observations recueillies concernant chacun de ces facteurs. Nous avons déjà discuté de la redistribution possible de richesse entre les actionnaires des deux entreprises concernées par la transaction. Quoiqu'il y ait eu transfert de richesse dans quelques cas, ces transferts n'expliquent qu'une petite partie de la valeur totale créée par la prise de contrôle. Nous étudions maintenant les autres sources possibles de création de valeur.

## Licenciements

Des licenciements ont été observés dans seulement deux cas. Dans le cadre de la transaction TCPL—Encor, TCPL a entrepris de restructurer Encor et a réduit ses frais généraux de 24 pour cent, ce qui représente des économies d'environ 90 millions de dollars en valeur actuelle nette. En novembre 1989, dans le cadre de la transaction Nova—Polysar, Nova a licencié 45 cols blancs de la division de recherche-développement en pétrochimie et a annoncé d'autres compressions de personnel pour janvier 1990. Les 45 travailleurs licenciés représentaient une économie estimée à 13,6 millions de dollars. Il s'agit d'une estimation modeste puisque nous n'avons aucune donnée sur les licenciements prévus pour 1990. Dans ces deux cas, les licenciements ont permis de réduire ce qui peut être considéré comme des dépenses fixes. Il semble donc que cette réduction des coûts résultait d'économies d'échelle plutôt que du licenciement de travailleurs surpayés.

Dans l'ensemble, les licenciements ne constituaient pas une importante source de gains. Les économies totales résultant des licenciements s'élevaient à environ 110 millions de dollars, alors que la prime totale payée dépassait les 3,3 milliards de dollars. Nos calculs portent donc à croire que les licenciements rendent compte d'à peu près 3 pour cent de la prime moyenne dans notre échantillon. Malgré leur importance dans un cas, celui de l'acquisition d'Encor par TCPL, les licenciements ne semblent pas jouer un rôle très important au Canada. À noter que notre estimation est probablement quelque peu inférieure à la réalité, puisque les licenciements ne sont pas tous signalés. Il est également difficile de vérifier s'il y a eu réduction des salaires ou modification des formes de rémunération. Cependant, il est peu probable que cette sous-évaluation puisse expliquer la différence entre les économies estimées et la prime totale.

## Réduction des investissements

Il est difficile d'obtenir des indications concernant les réductions des investissements et, quand on en obtient, de vérifier si oui ou non elles résultaient d'une prise de contrôle. Par exemple, la société Nova a annoncé en mai 1990 qu'elle réduisait son budget d'investissement en pipelines de 135 millions de dollars. Cette décision résultait de retards dans les projets d'expansion de TCPL. Donc, les réductions ne semblent avoir aucun lien avec la prise de contrôle. En ce qui a trait à la transaction TCPL — Encor, nous disposons de faibles indices de réduction des investissements. Pendant sa restructuration d'Encor, TCPL a réduit de 24 pour cent les frais généraux de cette compagnie (comme nous l'avons mentionné précédemment) en plus d'en

réduire le budget d'exploration. Il s'est avéré impossible d'estimer les économies engendrées par cette rationalisation. En ce qui concerne les autres transactions, on n'a rien trouvé qui indique que les réductions des investissements aient joué un rôle très important dans la prise de contrôle.

## Économies d'impôt et moyen d'échange

On a soutenu que la vague récente d'achats par endettement était en grande partie attribuable au traitement fiscal asymétrique des emprunts et des capitaux propres[18]. Pour réaliser des économies d'impôt, l'acquéreur doit contracter un emprunt à moyen ou à long terme ou utiliser les pertes fiscales de l'entreprise acquise. Nous tentons de vérifier la pertinence des économies d'impôt en documentant ces deux sources de gains.

Le tableau 3 nous donne des indices de l'importance des emprunts pour le financement des acquisitions. Les acquisitions que nous étudions ont une valeur totale de 10,1 milliards de dollars. L'endettement représente 7,4 milliards de dollars de cette valeur, ou 73 pour cent. Quoique le pourcentage des emprunts qui servent à financer chaque transaction varie considérablement d'un cas à l'autre, il est évident que le recours à l'emprunt comme moyen d'échange joue un rôle clé dans les prises de contrôle hostiles de notre échantillon. Certains de ces emprunts ont été remboursés rapidement grâce à des ventes d'actifs ou à des émissions d'actions. Nous estimons à 5 à 6 milliards de dollars approximativement les emprunts à long terme servant à financer les acquisitions, ce qui représente plus de 50 pour cent de la valeur totale des transactions et plus de 65 pour cent de l'endettement total.

On considère le financement par emprunt comme une source de gains si l'entreprise cible était sous-endettée et si l'acquéreur a financé la prise de contrôle pour atteindre un ratio d'endettement optimal pour les actifs nouvellement acquis. De toute évidence, c'est ce qui s'est produit dans un cas. Westburne n'avait pratiquement pas de dettes et Dumez a fait l'acquisition de cette entreprise en finançant par emprunt l'achat de 57 pour cent de son actif. La prise de contrôle a donc permis à Westburne d'atteindre un ratio d'endettement présumément optimal. En conséquence, le coût de l'acquisition pour Dumez a été réduit des économies d'impôt réalisées. Quatre autres acquéreurs, Imasco, Nova, Gulf et Noranda ont réalisé des économies d'impôt grâce à un effet de levier et à la déductibilité des intérêts sur la dette à long terme qu'ils ont contractée suite à la prise de contrôle. Cependant, dans ces cas, la dette contractée pour faire l'acquisition ne semblait pas optimale. Plutôt qu'une source d'économies d'impôt, cet endettement semble plutôt représenter un risque excessif pris par l'acquéreur. Les économies d'impôt sont donc temporaires et ne durent que

TABLEAU 3

STRUCTURE FINANCIERE DES PRISES DE CONTROLE (EN MILLIONS)

| TRANS-ACTION | VALEUR TOTALE | DETTE | ACTIONS ORDINAIRES | ACTIONS PRIVILÉGIÉES | BONS DE SOUSCR. | ÉCHANGE D'ACTIONS | CASH | % DEBT |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Imasco - Genstar | 2145 | 1600 | 345 | 200 | – | – | – | 74,6 |
| TCPL - Encor | 871 | 221 | 250 | – | – | – | 400 | 25,4 |
| Nova - Polysar | 1721 | 1349 | 372 | – | – | – | – | 78,4 |
| Cambior - Sullivan | 49 | 16 | – | – | – | – | 33 | 32,7 |
| Dumez - Westburne | 263 | 150 | – | – | – | – | 113 | 57,0 |
| Gulf - Hiram W. | 2774 | 1924 | – | – | – | – | 850 | 69,4 |
| Unicorp - Union | 253 | 59 | – | ← 194 → | | – | – | |
| Fleet A. - Fathom | 11 | – | – | – | | ←11→ | – | 0,0 |
| Motorola - MDI | 105 | 105 | – | – | – | – | – | 100,0 |
| Noranda - Falconbridge | 1952 | 1952 | – | – | – | – | – | 100,0 |
| TOTAL | 10144 | 7376 | 967 | | ← 405 → | | 1396 | 72,7 |

jusqu'au remboursement de la dette et au rétablissement d'une structure financière optimale. Par exemple, Nova a considérablement augmenté son ratio d'endettement pour faire l'acquisition de Polysar. Nova a ainsi été incité à se départir de plusieurs filiales pour se procurer de l'argent comptant et réduire son endettement. Il est donc peu probable que Nova ait eu recours à la prise de contrôle pour atteindre un ratio d'endettement optimal. De toute façon, l'importance de la prime payée par les acquéreurs (plus de 500 millions de dollars dans trois des cinq cas) écarte la possibilité que les économies d'impôt aient été la principale source de gains.

Les crédits d'impôt et les déductions fiscales inutilisés peuvent s'avérer une source de gains moins risquée dans une prise de contrôle si l'acquéreur est en situation imposable. Dans les dix transactions qui composent notre échantillon, nous avons constaté que les crédits et déductions inutilisés avaient une valeur supérieure à 1,6 milliard de dollars.

Encor avait une réserve de déductions fiscales d'une valeur estimée de 400 millions de dollars, Sullivan en avait une de 29 millions de dollars alors que celle de Polysar atteignait plus de 1,2 milliard de dollars. Dans ces trois cas, les acquéreurs étaient des entreprises rentables qui pouvaient utiliser les déductions dans une période relativement courte. Il se peut fort bien que ces crédits et déductions aient représenté des économies d'impôt de plus de 650 millions de dollars pour ces entreprises. On peut difficilement déterminer dans quelle mesure ces gains étaient déjà capitalisés dans le cours des actions de l'entreprise cible avant la transaction. Il semble cependant que leur existence ait constitué un important facteur au moins en ce qui concerne la transaction Nova—Polysar. Depuis la première offre d'achat faite par Nova, les analystes parlaient de la «réserve» de 1,2 milliard de dollars de la division pétrochimique de Polysar comme d'un gain évident pour Nova. Deux ans après la prise de contrôle, Nova s'est enfin départi presque entièrement de ses filiales de Polysar. Ces ventes visaient en partie à réduire l'endettement de Nova, mais elles indiquaient aussi que Nova ne tenait pas tellement aux actifs de Polysar[19].

Le tableau 3 montre comment les acquéreurs ont financé leurs transactions, mais il n'indique pas entièrement comment les actionnaires de l'entreprise cible se sont fait payer leurs actions. Dans trois cas, ils ont touché plus que de l'argent comptant. Les actionnaires de Polysar ont reçu de l'argent comptant ainsi que des actions de Nova, lesquelles représentaient environ 22 pour cent du paiement total. Les actionnaires d'Union ont touché de l'argent comptant en plus d'actions privilégiées et de bons de souscription d'Unicorp. Ces actions et ces bons de souscription représentaient environ 77 pour cent du paiement total. Enfin, les actionnaires de Fathom n'ont reçu que des titres de Fleet Aerospace en guise de paiement. Bensaïd et Garella (1990) soutiennent qu'il est plus probable que l'acquéreur paie en titres de la nouvelle entreprise s'il accorde moins de valeur à la transaction que ne le font les actionnaires de l'entreprise cible. Quelques indications laissent à penser que c'est ainsi que s'est déroulée la transaction Fleet—Fathom. La presse financière s'est montrée assez optimiste et s'attendait à ce que les actions de Fleet soient très variables, suggérant qu'elle attribuait une grande valeur aux bons de souscription de Fleet (valides pour cinq ans). Cependant, Fleet a connu une période sombre après l'acquisition, ce qui l'a obligé à se départir de Fathom à un prix inférieur au prix d'acquisition. Il semble que Fathom ait tiré parti des attentes optimistes du marché pour payer les actionnaires de Fathom en titres que ces derniers avaient surévalués. Cette stratégie a considérablement réduit le coût de l'acquisition.

En résumé, disons que les économies d'impôt étaient importantes dans deux cas (Nova, Dumez), négligeables dans quatre autres (Imasco,

TCPL, Gulf, Noranda) et presque sans rapport dans les cas qui restent. Les facteurs étudiés dans cette section, même combinés, ne peuvent entièrement expliquer les primes élevées versées aux actionnaires de l'entreprise cible. La section suivante se concentre sur ce que nous croyons être la motivation principale de la plupart des prises de contrôle composant notre échantillon.

## Ventes d'actifs et acquisitions stratégiques

Comme le soulignait l'introduction, le contexte actuel d'intégration et de mondialisation économiques incite les entreprises à se restructurer et à se développer. Si cette volonté d'expansion est réelle, les prises de contrôle hostiles sont les plus susceptibles de la refléter. La première ligne du tableau 4a donne la répartition en pourcentage des actifs acquis à l'origine par catégorie d'acheteur. Au moment de l'acquisition, 44,5 pour cent des actifs visés ont été acquis par un conglomérat, 8,6 pour cent par un acquéreur vertical, 44,4 pour cent par un acheteur horizontal et 2,5 pour cent par une organisation motivée. La transaction TCPL—Encor représentait l'acquisition verticale alors que la transaction Unicorp—Union représentait l'acquisition par une organisation motivée. Dans ce cas, Unicorp, une société de portefeuille, n'avait qu'un seul propriétaire majoritaire. Ces chiffres laissent à penser que l'acquisition horizontale constitue un facteur de premier plan dans les prises de contrôle canadiennes.

Quoique ces chiffres indiquent que les entreprises canadiennes ont tendance à réaliser leur expansion dans les secteurs connexes, un tableau encore plus saisissant se dégage quand on tient compte des actifs vendus par l'acquéreur initial. La deuxième ligne du tableau 4a tient compte des ventes d'actifs qui ont fait suite à la prise de contrôle et présente la répartition définitive des actifs par catégorie d'acheteur. La part des actifs visés par la transaction qui s'inscrit dans la catégorie des acquisitions horizontales passe de 44,4 à 70,7 pour cent. Les acquisitions par des conglomérats ne représentent maintenant plus que 19,1 pour cent, alors que la part qui revient aux acquéreurs motivés et verticaux reste à peu près inchangée. Combinées, les acquisitions horizontales et verticales, que nous qualifions d'acquisitions stratégiques, représentent plus des trois quarts de la valeur totale des actifs échangés. Lorsqu'on tient compte des ventes d'actifs, il semble que ces acquisitions jouent un rôle prépondérant dans les prises de contrôle hostiles. De plus, les différences frappantes entre les deux lignes du tableau 4a indiquent que, pour mieux comprendre les prises de contrôle hostiles, il importe de poursuivre les recherches afin de déterminer en quelles mains les actifs finissent par aboutir. Cette conclusion contredit clairement le point de vue de Jensen (1988), selon lequel les ventes d'actifs

TABLEAU 4 A

RÉPARTITION DES ACTIFS[1] PAR TYPE D'ACHETEUR

| DATE | CONGLOMÉRAT | VERTICAL | HORIZONTAL | MOTIVÉ |
|---|---|---|---|---|
| Acquisition | 44,5% | 8,6% | 44,4% | 2,5% |
| Définitive | 19,1% | 6,9% | 70,7% | 3,4% |

1 Un conglomérat fait l'acquisition d'une entreprise cible dans un secteur qui n'a aucun rapport avec ses activités. Une acquisition verticale comporte une intégration verticale. Par acheteur horizontal on entend une entreprise engagée dans le même secteur que l'entreprise cible. Une acquisition par une organisation motivée est effectuée par une entreprise axée sur les compétences en gestion. Pour chaque transaction, on a réparti l'actif de l'entreprise entre les catégories appropriées.

TABLEAU 4 B

PAR NATIONALITÉ DE L'ACHETEUR

| DATE | CANADIEN | AMÉRICAIN | EUROPÉEN |
|---|---|---|---|
| Acquisition | 87,1% | 1,0% | 11,9% |
| Définitive | 63,0% | 2,8% | 34,2% |

à la suite de fusions indiquent que la concentration du marché n'augmente pas avec les prises de contrôle.

Les acquisitions horizontales permettent aux entreprises de contrôler plus d'actifs afin d'atteindre leur taille efficiente et peut-être de devenir d'importants acteurs dans leur secteur d'activité. On présume que des entreprises de taille supérieure survivront plus facilement à l'ouverture des frontières canadiennes et à la vive concurrence internationale qui en résultera. Quoiqu'il soit difficile de chiffrer avec précision la contribution de cette restructuration des actifs, elle représente une source de gains qui peut rendre compte d'une part potentiellement importante de la prime. Que l'acquisition ait été horizontale dès le départ — ce qui justifie directement la prime — ou qu'on s'attende à ce que certains actifs nouvellement acquis soient cédés — à profit — à des acheteurs horizontaux, il arrive souvent que l'acquéreur initial verse une prime. Nous étudions maintenant les caractéristiques des ventes d'actifs et les profits que l'acquéreur initial peut en avoir tirés.

Au tableau 5, nous présentons la valeur totale des actifs cédés et le pourcentage des actifs acquis qu'ils représentent. Les dix transactions initiales portaient sur des actifs d'une valeur estimée de 10,1 milliards de dollars. Au cours des mois (et parfois des années) qui ont fait suite aux acquisitions, 32,7 pour cent de ces actifs ont changé de mains. Ces ventes ont atteint la valeur totale de 5,9 milliards de dollars. Dans quatre des dix cas,

TABLEAU 5

TRANSACTIONS SECONDAIRES SUR ACTIFS (EN MILLIONS DE DOLLARS)

| TRANSACTION | REVENTES TOTALES | % DE L'ACQUISITION[1] | STRATÉGIQUE $ | STRATÉGIQUE % | MOTIVÉ $ | MOTIVÉ % | CONGLOMÉRAT $ | CONGLOMÉRAT % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Imasco - Genstar | 2950 | 50,0 | 2407 | 81,6 | 233 | 7,9 | 310 | 10,5 |
| TCPL - Encor | 207,4 | 20,0 | 207,4 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Nova - Polysar | 1855 | 70,6 | 1855 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Cambior - Sullivan | 52 | 65,0 | 52 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Dumez - Westburne | 25 | 15,0 | 25 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Gulf - Hiram W. | 837 | 28,0 | 837 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Unicorp - Union | 0 | 0,0 | – | – | – | – | – | – |
| Fleet A. - Fathom | 7,5 | 100,0 | 7,5 | 100,0 | 0 | 0,0 | 0 | 0,0 |
| Motorola - MDI | 0 | 0,0 | – | – | – | – | – | – |
| Noranda - Falconbridge | 0 | 0,0 | – | – | – | – | – | – |
| TOTAL | 5934 | 32,7 | 5391 | 90,8 | 233 | 3,9 | 310 | 5,2 |

1 Pour maintenir la comparabilité et éviter les problèmes causés par l'inflation, on calcule le pourcentage de l'acquisition en fonction de la valeur des actifs à la date de l'acquisition. Par exemple, la revente des actifs de Genstar par Imasco rapporte 2,95 milliards de dollars. Ce prix est supérieur au prix initial de l'acquisition qui s'élevait à 2,145 milliards de dollars. Cependant, ces reventes représentent environ 50 pour cent de l'actif total acquis lors de la prise de contrôle.

les ventes dépassaient 50 pour cent des actifs acquis. Par contre, nous avons constaté que trois transactions n'avaient pas été suivies de reventes.

Les ventes d'actifs peuvent générer des profits si les actifs sont vendus à un acheteur stratégique — c'est-à-dire à un acheteur horizontal ou vertical, ou à une organisation motivée, ou peut-être même à une partie intéressée engagée dans un secteur sans rapport avec celui de l'entreprise. Si en fin de compte les divisions cédées se retrouvent sous le contrôle d'entreprises déjà établies dans le même secteur, entraînant ainsi la redistribution des actifs de l'entreprise cible à des acheteurs horizontaux et verticaux, les actifs peuvent se vendre cher parce que les acheteurs inter-

nalisent peut-être des effets externes, font un usage plus efficace de leur surcapacité ou augmentent leur pouvoir sur le marché. Lorsque les divisions sont vendues à une équipe de dirigeants ou à des particuliers, on qualifie les ventes de hautement motivées. Ces types de ventes peuvent générer des profits si les actifs étaient mal gérés et que leur vente entraîne un gain d'efficience. Enfin, il se peut que certaines unités aient été vendues à des établissements n'ayant aucun rapport avec l'entreprise (conglomérats). En pareil cas, la transaction peut quand même générer une prime si les actifs ont plus de valeur considérés indépendamment que quand l'entreprise cible les détient. Les trois dernières colonnes du tableau 5 identifient les types d'acheteurs: stratégiques, hautement motivés ou conglomérats.

Nous constatons que des acheteurs stratégiques ont fait l'acquisition de 5,4 des 5,9 milliards de dollars d'actifs vendus, c'est-à-dire que des concurrents ou des entreprises exploitant une technologie connexe ont fait l'acquisition de 90,8 pour cent des actifs. Il en restait 4 pour cent à la disposition d'organisations hautement motivées et 5,2 pour cent pour des acheteurs en quête de diversification.

Voici des exemples de ventes stratégiques: la vente de Hiram Walker-Gooderham & Worts, le «joyau» acquis dans la transaction Gulf-Hiram Walker, à Allied Lyons, un des plus importants producteurs britanniques de spiritueux; la vente de la division caoutchouc de Nova à l'entreprise allemande Bayer AG, faisant de cette dernière un chef de file mondial dans la production du caoutchouc; la vente de la division ciment de Genstar à S.A. Cimenteries de Belgique, de la division pierre de Genstar à Redland PLC du Royaume-Uni (une autre entreprise de l'industrie des matériaux de construction) et de GSX Corp. à Laidlaw Transportation Ltd., deux compagnies engagées dans la gestion des déchets; et la vente de Fathom Oceanology à Indal.

Se départir de divisions nouvellement acquises peut s'avérer très rentable. Dans trois cas (Imasco, Nova, Cambior), la vente de moins des trois quarts des actifs nouvellement acquis a généré des profits supérieurs au coût de la prise de contrôle initiale. Dans ces cas, la majeure partie des actifs cédés est passée d'un conglomérat (l'acquéreur initial) à des acheteurs stratégiques. L'exemple d'Imasco illustre ce type de stratégie. Dans la transaction Fleet - Fathom, Fathom a été revendu à un prix inférieur au prix d'acquisition, ce qui indique que l'acquisition de cette compagnie s'est avérée peu rentable pour Fleet.

Ainsi, les aspects stratégiques semblent avoir beaucoup d'importance dans les prises de contrôle que nous avons analysées. Les résultats présentés dans ce rapport suggèrent qu'une redistribution des actifs en faveur de parties qui ont un intérêt stratégique est productrice de valeur.

Plus de 3,3 milliards de dollars semblent avoir été créés par les prises de contrôle de notre échantillon. Les transferts de richesse, les économies d'impôt, les licenciements et les gains rendus possibles par une plus grande motivation ne peuvent expliquer la plus grande partie de cette création de richesse. Ils expliquent au plus la plus grande partie des gains réalisés dans deux ou trois cas (Nova-Polysar et TCPL-Encor constituent les deux meilleurs exemples). À la suite des prises de contrôle hostiles, les actifs sont redistribués principalement à des entreprises du même secteur ou d'un secteur connexe, ce qui permet de penser que la consolidation des actifs est un élément central du processus d'acquisition.

Les observations présentées dans ce rapport nous portent à croire que cette consolidation des actifs est probablement la principale source de gains. Il se peut que nous ayons sous-estimé les autres sources de gains et que, comme nous considérons le caractère stratégique des transactions comme un facteur résiduel, nous ayons surestimé l'importance des acquisitions stratégiques en tant que source de création de valeur. Dans l'ensemble, cependant, il faudrait que la marge d'erreur soit vraiment considérable pour compenser les gains que nous attribuons à la consolidation.

Le mécanisme au moyen duquel cette valeur est créée reste toutefois difficile à déterminer. Pour le moment, nous ne pouvons déterminer précisément à quel point l'explication de la prime dépend de la réduction des coûts résultant d'économies d'échelle et d'envergure, de l'intégration de la direction, de l'achat, de la distribution et d'autres facteurs. Une analyse plus détaillée de la rentabilité et de la productivité des unités vendues permettrait peut-être de mieux distinguer les sources de réduction des coûts. Le chevauchement des activités est parfois bien documenté. Par exemple, Cambior était propriétaire d'une usine sous-utilisée qui fonctionne maintenant à plein rendement grâce à la prise de contrôle de Sullivan. Voilà un type de gain d'efficience réalisé grâce à l'utilisation conjointe d'un facteur de production indivisible. Dans d'autres exemples, Fleet et Fathom produisent tous deux du matériel sonar, et MDI profitera indéniablement du potentiel technologique de Motorola. En même temps, MDI était l'un des rares concurrents de Motorola dans l'industrie des communications.

## RÔLE DES ENTREPRISES ÉTRANGÈRES

LES ENTREPRISES ÉTRANGÈRES jouent un rôle important dans les transactions que nous avons étudiées. Trois acquéreurs sont dans ce cas: Dumez (France), Motorola (États-Unis) et Trelleborg (Suède). De plus, Bat Industries (Royaume-Uni) contrôle Imasco à 40 pour cent.

Le tableau 4b indique que la part des actifs acquise par des entreprises à capitaux étrangers s'élève à 13 pour cent à la date de l'acquisition[20]. À mesure que les actifs sont réorganisés et revendus, cette part croît pour atteindre 37 pour cent. La valeur des actifs vendus à des entreprises à capitaux étrangers dépasse les 3,5 milliards de dollars, soit 59 pour cent de toutes les reventes. Imasco était un des plus importants vendeurs d'actifs à des entreprises étrangères. Cette compagnie a vendu les divisions de production de ciment et de matériaux de construction de Genstar à des entreprises européennes pour presque 900 millions de dollars et d'autres actifs pour 470 millions de dollars à des intérêts américains; la moitié de cette dernière somme a découlé de rachats effectués par les dirigeants. Dans un autre cas, Bayer (Allemagne) a fait l'acquisition de la division caoutchouc de Polysar pour 1,48 milliard de dollars suite à la prise de contrôle de Polysar par Nova. De plus, les chiffres relatifs à la transaction Nova-Polysar ne comprennent pas la vente de la division latex de Polysar à la société allemande BASF pour 500 millions de dollars pendant les négociations entre Nova et Polysar. Gulf a vendu 51 pour cent de ses intérêts dans la division de distillerie de Hiram Walker à Allied Lyons (Royaume-Uni) pour 837 millions de dollars. À noter que plus de 95 pour cent de toutes les acquisitions et reventes étrangères s'inscrivent dans la catégorie des transactions stratégiques.

La part des actifs passés sous contrôle étranger semble concorder avec le niveau global de contrôle de l'industrie canadienne par des intérêts étrangers. Par exemple, en 1984, on estimait que 44 pour cent des industries de transformation canadiennes étaient sous contrôle étranger (Green, 1990).

Les entreprises européennes ont participé beaucoup plus activement que les entreprises américaines au marché canadien des prises de contrôle[21]. Dans notre échantillon, les entreprises américaines jouent un rôle mineur dans la restructuration d'actifs canadiens. Elles ont fait l'acquisition d'à peine 2,8 pour cent de tous les actifs échangés alors que les entreprises européennes en ont acheté presque 35 pour cent, représentant ainsi plus de 92 pour cent de tous les actifs passés à des entreprises à capitaux étrangers. Cela indique peut-être qu'il est plus facile pour les entreprises européennes de pénétrer le marché canadien que pour les entreprises américaines. Ces dernières sont souvent implantées au Canada mais ne peuvent satisfaire aux exigences de la nouvelle *Loi sur la concurrence*. Il peut aussi s'agir d'une réaction des entreprises européennes à la nouvelle ouverture du marché nord-américain puisqu'elles peuvent se servir d'entreprises canadiennes comme d'un tremplin pour pénétrer le marché américain.

Dans l'ensemble, les entreprises à capitaux étrangers semblent jouer un rôle important dans les prises de contrôle hostiles incluses dans notre

échantillon. Plus d'un tiers des actifs échangés aboutissent en des mains étrangères[22]. Les entreprises à capitaux étrangers ont joué un rôle central dans les plus importantes luttes: Imasco-Genstar, Nova-Polysar, Gulf-Hiram Walker et Noranda & Trelleborg-Falconbridge. De toute façon, ces entreprises peuvent assumer un rôle important à titre d'alliés dans les tentatives d'acquisition d'entreprises canadiennes. Par exemple, Amax était une société alliée à capitaux étrangers, mais elle n'a pas réussi dans son entreprise.

Ainsi prennent fin la description et l'analyse des prises de contrôle incluses dans notre échantillon. Nous comparerons maintenant certains de nos résultats avec ceux d'autres études.

## Comparaisons avec d'autres études

Nous avons estimé que les entreprises cibles avaient touché une prime s'élevant en moyenne à 35,6 pour cent en sus de leur valeur marchande, contre à peine 3,4 pour cent pour les acquéreurs. Ces résultats correspondent aux calculs effectués par Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) au sujet des prises de contrôle hostiles survenues aux États-Unis de 1982 à 1984. Jensen (1988) fait remarquer qu'à la suite de prises de contrôle hostiles, les actionnaires des entreprises cibles touchent des primes qui dépassent en moyenne 30 pour cent alors que les actionnaires des acquéreurs réalisent en moyenne un rendement anormal d'environ 4 pour cent. Copeland et Weston (1988) passent en revue les études empiriques de fusions et d'acquisitions, pour conclure que les entreprises acquises et les acquéreurs dans les offres publiques d'achat étudiées enregistrent des rendements positifs anormaux de 35 pour cent et de 3 à 5 pour cent respectivement. Dans une étude des fusions canadiennes qui ont eu lieu de 1964 à 1983, Eckbo (1986) a constaté que les entreprises cibles ont réalisé un rendement anormal d'environ 15 pour cent alors que les acquéreurs ont réalisé un rendement supérieur à 3 pour cent. De toute évidence, nos résultats sont conformes à ceux dont font état les autres études consacrées à la question.

En comparant nos résultats à ceux d'Eckbo (1986), nous ne pouvons conclure qu'au Canada les prises de contrôle hostiles permettent aux entreprises cibles de réaliser des gains plus élevés que ne le permettent les fusions amicales. Cette conclusion ne tiendrait pas compte des observations de Bradely, Desai et Kim (1988), qui ont constaté des primes semblables aux nôtres dans une étude de tous les types de fusions survenues aux États-Unis pendant les années 80. Cette étude démontre aussi que les primes touchées par les entreprises cibles ont crû au fil des années, ce qui pourrait expliquer pourquoi nos résultats diffèrent de ceux d'Eckbo (1986).

Peu d'études sur les fusions examinent les sources de création de valeur parce qu'un tel examen exige la collecte d'informations pertinentes sur chaque cas. Comme la plupart des études de prises de contrôle portent sur de très grands échantillons, trouver les sources de gains représenterait une tâche herculéenne. Lorsqu'on se concentre sur un sous-échantillon intéressant mais restreint de toutes les fusions, il est possible de procéder à une analyse de ce genre. C'est donc aux résultats de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) que les nôtres peuvent le mieux se comparer. On ne dispose d'aucune étude semblable pour le Canada.

La similitude entre les résultats des deux études est frappante. Nous avons constaté que 71 pour cent de tous les actifs échangés aboutissaient entre les mains d'un acquéreur horizontal, alors que Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) ont constaté que 72 pour cent des actifs revendus avaient été achetés par des entreprises semblables ou connexes. Les reventes d'actifs influent considérablement sur la redistribution des ressources suite à la prise de contrôle. Dans les deux études, environ 30 pour cent des actifs nouvellement acquis ont été revendus. Nos résultats, à l'instar de ceux de Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), portent à croire que les économies permises par une exploitation conjointe constituent une importante source possible de gains dans une prise de contrôle hostile[23].

Les économies d'impôt semblent également avoir rempli une fonction semblable au Canada et aux États-Unis. Comme l'avaient conclu Auerbach et Reishus (1988), Jarrell, Brickley et Netter (1988) ainsi que Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), ces économies jouent un rôle clé dans un petit nombre de transactions. Elles ne représentent donc pas un facteur important dans la plupart des prises de contrôle, qu'elles soient amicales ou hostiles.

Les deux études diffèrent à d'autres égards. Aux États-Unis, Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) estiment que les licenciements représentent environ 10 à 20 pour cent de la prime moyenne, alors qu'ils semblent jouer un rôle presque négligeable au Canada. Comment expliquer cette différence? En premier lieu, il se peut que nous ayons sous-estimé la portée des licenciements, mais les chercheurs aux États-Unis peuvent en avoir fait autant. À l'instar des chercheurs américains, nous dépendons de publications pour nous renseigner sur les licenciements. Cependant, dans de nombreux cas, nous pouvons nous assurer que les choses ont très peu changé au chapitre de l'emploi. En deuxième lieu, les licenciements sont peut-être plus importants aux États-Unis parce qu'un plus grand nombre de transactions y sont amorcées par des prédateurs, par des entreprises fortement endettées ou par d'autres organisations hautement motivées. Ces organisations sont agressives et bénéficient de la réduction des éléments d'inefficience. Aux États-Unis, presque 15 pour cent des actifs ont abouti

entre les mains d'organisations hautement motivées. Dans notre échantillon, ce chiffre atteint à peine 4 pour cent. Enfin, puisqu'au Canada des entreprises à capitaux étrangers ont fait l'acquisition de nombreux actifs, il se peut que les acquéreurs se soient engagés à ne pas licencier de travailleurs afin d'obtenir d'Investissement Canada la permission d'investir au pays. S'il en était ainsi, nous ferions face à un phénomène d'autosélection: seules les prises de contrôle par des intérêts étrangers qui n'ont pas entraîné de licenciements ont été observées.

Dans l'ensemble, nos résultats ressemblent à maints égards à ceux d'autres études consacrées aux fusions et aux prises de contrôle hostiles aux États-Unis et au Canada. Il s'ensuit que, même si notre échantillon est petit, il est probablement représentatif du marché des prises de contrôle au Canada.

## CONCLUSION

LA TABLEAU 6 RÉSUME nos principales conclusions. Le processus d'acquisition semble être motivé principalement par des considérations stratégiques. Qu'il s'agisse d'une efficience accrue ou du pouvoir sur le marché, l'intégration de la production et la coordination des processus décisionnels jouent un rôle clé dans toutes les transactions sauf une[24]. Dans l'ensemble, la diversification des conglomérats et l'intégration verticale sont reléguées au second plan, tandis que les gains permis par les économies d'impôt, les licenciements, etc. sont trop minimes pour expliquer les importantes primes.

Les facteurs stratégiques semblent importants que l'acquéreur vende ou non une division. Dans les cas de ventes d'actifs observés, les acheteurs horizontaux représentaient plus de 90 pour cent de la valeur des actifs en cause. Dans l'ensemble, 70 pour cent des actifs échangés ont abouti entre les mains d'acheteurs horizontaux. Cette conclusion est équivalente aux résultats de Bhagat, de Shleifer et de Vishny (1989) en ce qui concerne les prises de contrôle hostiles aux États-Unis. Les prises de contrôle hostiles servent très probablement à réorganiser les industries à mesure que les marchés américains et canadiens s'ouvrent et se développent. La transaction Dumez-Westburne en est un exemple typique. La compagnie Westburne, basée à Montréal, était le plus important fabricant et distributeur canadien de matériel de plomberie, de chauffage et d'électricité. Dumez est une compagnie française oeuvrant au sein de la même industrie. Avant la transaction, Westburne avait 11 pour cent de ses activités aux États-Unis. Deux ans après la transaction, cette compagnie investissait presque

TABLEAU 6

CLASSIFICATION DES TRANSACTIONS SELON LA SOURCE DE GAINS[1]

| TRANSACTION | FACTEURS STRATÉGIQUES IMPORTANTS | REVENTES IMPORTANTES | LICENCIEMENTS IMPORTANTS | ÉCONOMIES D'IMPÔT IMPORTANTES | RÉDUCTION DES INVESTISSEMENTS IMPORTANTE | ACQUISITION PAR DES CAPITAUX ÉTRANGERS IMPORTANTE |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Imasco - Genstar | – | L (50%)<br>L → S (81%) | – | Emprunt | – | L (23%) |
| TCPL - Encor | S | – | $90M | $400M déd. fisc. | Peut-être | – |
| Nova - Polysar | S | L (70.6%)<br>L → S (100%) | $21M | Emprunt<br>$1200M déd. fisc. | – | L (48,9%) |
| Cambior - Sullivan | S | L (65%)<br>L → S (100%) | – | $29M déd. fisc. | – | – |
| Dumez - Westburne | S | – | – | Emprunt | – | A (85%) |
| Gulf - Hiram Walker | S | – | – | Emprunt | – | L (28%) |
| Unicorp - Union | – | – | – | – | – | – |
| Fleet Aerospace - Fathom | S | L (100%)<br>L → S (100%) | – | – | – | L (100%) |
| Motorola - MDI | S | – | – | – | – | A (100%) |
| Noranda - Falconbridge | S | – | – | Emprunt | – | A (50%) |

1 S = Stratégique L = Reventes A = Acquisition initiale. Une acquisition est stratégique si une entreprise d'un secteur connexe a fait initialement l'acquisition de plus de 50 pour cent de l'actif. Cette catégorie comprend donc les acquisitions horizontales et verticales. Les reventes sont importantes si plus de 50 pour cent des actifs ont été revendus. L'emprunt devient un facteur d'économies d'impôt si au moins 50 pour cent de la transaction a été financé par un emprunt à long terme. Tous les crédits d'impôt et déductions fiscales inutilisés sont consignés, ainsi que toutes les acquisitions par des intérêts étrangers. Les actifs peuvent être acquis initialement par une entreprise à capitaux étrangers (A) ou par l'entremise d'une revente (L).

100 millions de dollars pour développer ses activités au sud de la frontière. L'Accord de libre-échange canado-américain semble avoir facilité l'entrée sur le marché américain d'une compagnie française par l'entremise de l'acquisition d'une entreprise canadienne. Cette situation illustre le genre de pressions auxquelles font face aujourd'hui les entreprises canadiennes.

Les facteurs stratégiques semblent être tout aussi importants qu'il s'agisse d'acquéreurs étrangers ou canadiens. Les économies d'impôt, les pertes subies par les actionnaires de l'acquéreur et les licenciements sont importants de temps à autre, mais ne jouent pas un rôle primordial dans les cas que nous avons étudiés.

Enfin, on soutient souvent que le marché des prises de contrôle fait fonction de chien de garde, en sanctionnant le manque d'efficience des directions d'entreprises. Cependant, les cas étudiés dans le cadre de ce rapport ainsi que d'autres études basées sur l'expérience américaine laissent à penser que ces manques d'efficience résultent de la mauvaise affectation des actifs

plutôt que de leur mauvaise gestion. Le marché des prises de contrôle semble donc contribuer davantage à la restructuration des actifs de compagnies canadiennes qu'à l'élimination de la sous-efficience des dirigeants. En d'autres termes, la redistribution du contrôle des sociétés ressortit davantage à l'organisation industrielle qu'à l'efficience interne des entreprises.

## NOTES

1. Voir par exemple Ravenscraft et Scherer (1987), Bradley, Desai et Kim (1988), Asquith, Opter et Weston (1990) pour ce qui est des États-Unis, et Eckbo (1986) pour le Canada.
2. Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) étudient les facteurs qui influent sur les prises de contrôle hostiles aux États-Unis. À notre connaissance, aucune étude de ce genre n'a jamais été effectuée pour le Canada.
3. La prochaine section décrit plus à fond ces motivations.
4. Quoique nous ne sachions pas précisément combien de prises de contrôle hostiles d'une valeur supérieure à 10 millions de dollars ont eu lieu au Canada de 1985 à 1989, nous croyons qu'il y en a eu à peu près vingt. Notre échantillon peut se comparer avantageusement à l'échantillon de 62 prises de contrôle hostiles dont font rapport Bhagat, Shleifer et Vishny (1989) sur un marché américain plus actif au cours d'une période comparable.
5. À noter que cette définition des prises de contrôle hostiles est un peu plus générale que celle qui est utilisée communément par le monde des affaires. Notre définition présente cet avantage qu'elle offre un critère objectif pour déterminer si une prise de contrôle est hostile ou non.
6. On ne dispose pas de données suffisantes sur les prises de contrôle plus récentes pour effectuer une analyse plus détaillée du rendement de l'entreprise suite à une prise de contrôle.
7. Ce transfert de richesse n'est pas aussi exceptionnel qu'il semble l'être. Aux États-Unis, quelques études ont démontré que tous les types de fusions donnaient souvent lieu à des transferts de richesse (Ravenscraft et Scherer, 1987; Bradley, Desai et Kim, 1988, Asquith, Opler et Weston, 1990) comme le faisaient les prises de contrôle hostiles (Bhagat, Shleifer et Vishny, 1989).
8. On entend par là une entreprise bien disposée envers l'entreprise cible, que celle-ci invite à enchérir contre l'auteur de l'offre d'achat initiale.
9. Shleifer et Summers (1988) illustrent cet argument en se reportant au cas Icahn—TWA aux États-Unis.
10. Voir Bhagat, Shleifer et Vishny (1989), page 21. Selon nous, ces chiffres reflètent à peu près la situation canadienne. Nos résultats ne sont pas

sensibles aux changements raisonnables que subissent ces valeurs. Voir le tableau sur les sources de gains ci-après.

11. Cette hypothèse se fonde sur la théorie de la structure financière en présence d'impôts sur les sociétés et d'impôts personnels. Copeland et Weston (1988) résument cette théorie.
12. Il peut en être ainsi si la revente comporte une forme quelconque de complémentarité de la gestion ou des actifs.
13. Par exemple, voir Grossman et Hart (1980).
14. Par fusion horizontale, on entend la fusion de deux entreprises qui se font concurrence dans un même secteur. Une fusion verticale intervient entre une entreprise et son fournisseur ou son client.
15. Dans sa contribution à ce volume, Shyam Khemani démontre qu'au Canada les fusions horizontales ont augmenté en nombre, passant de 56 pour cent de toutes les fusions en 1978-1979 et en 1983-1984 à environ 66 pour cent en 1988-1989.
16. Voir Farrell et Shapiro (1990) pour une analyse théorique des conséquences des fusions sur les prix, les profits et le bien-être.
17. À noter qu'Union fait partie d'un secteur qui n'a aucun rapport avec celui d'Unicorp et que la direction d'Union s'opposait vigoureusement à la fusion, allant jusqu'à prendre une «pilule empoisonnée». Union, une société d'utilité publique, a fait l'acquisition d'une entreprise de transformation alimentaire avec laquelle elle n'avait aucun rapport. Il se peut que cette pilule se soit avérée trop toxique et qu'Union ait payé trop cher cette compagnie, abaissant ainsi le prix d'acquisition. Par «pilule empoisonnée», on entend une mesure prise par les dirigeants de l'entreprise cible pour rendre celle-ci moins intéressante pour l'auteur de l'offre d'achat.
18. Par exemple, voir Kaplan (1989).
19. On peut aussi noter que l'endettement de Nova est devenu insupportable puisqu'une baisse des prix des produits pétrochimiques a fait suite à la prise de contrôle.
20. On ne considère pas que l'acquisition d'Imasco a été faite par des intérêts étrangers. Donc, 13 pour cent est une limite inférieure.
21. C'est ce que nous a fait remarquer Dan Shapiro.
22. À noter qu'en considérant Imasco comme une entreprise sous contrôle étranger on porterait à presque 51 pour cent la part des actifs contrôlée en fin de compte par des intérêts étrangers.
23. L'hypothèse voulant que les acquisitions stratégiques soient motivées par le désir d'augmenter le pouvoir sur le marché perd de son intérêt dans le contexte de la mondialisation des marchés.
24. La transaction Unicorp-Union est un exemple classique de diversification vers des activités n'ayant aucun rapport avec celles de l'entre-

prise. Dans le cas Imasco-Genstar, l'acquisition visait la diversification des produits puisqu'à l'origine aucune partie de l'actif n'a fait l'objet d'une acquisition stratégique. Cependant, grâce aux reventes, 40 pour cent de l'actif de Genstar a abouti entre les mains d'acheteurs stratégiques.

## Remerciements

Ce document est une version révisée d'une communication présentée lors d'une conférence organisée par Investissement Canada à Toronto du 29 au 30 novembre 1990, *Authors' Conference on Corporate Globalization through Mergers and Acquisitions*. Nous tenons à remercier Derek Rolfe, Zulfie Sadeque, Pierre St-Laurent, Daniel Shapiro, François Vaillancourt et Len Waverman qui ont fait de nombreux commentaires utiles. Nous sommes aussi reconnaissants envers nos adjoints de recherche Nayla Béchir, Harold Coulombe, Alia Karouani et Claude Pedneault. Enfin, nous remercions Investissement Canada pour son appui financier.

## Bibliographie

Asquith, D., T.C. Opler et J.F. Weston, *The Size and Distribution of Shareholder Wealth Gains from Mergers: Evidence from the Takeover Boom of the 1980's*, communication n° 11, University of California at Los Angeles, 1990.

Auerbach, A.J. et D. Reishus, «Effects of Taxation on the Merger Decision», dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences, A. J. Auerbach* (s.l.d.), Chicago, University of Chicago Press, 1988.

Bensaïd, B. et P.G. Garella, *Tendering for Cash or for Shares in Takeover Bids*, Banque de France, polycopié, 1989.

Bhagat, S., A. Shleifer et R.W. Vishny, *The Aftermath of Hostile Takeovers*, polycopié, 1989.

Bhide, A., «The Causes and Consequences of Hostile Takeovers», *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 1989, pages 36-59.

Bradley, M., A. Desai et E.H. Kim, «Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firm», *Journal of Financial Economics*, 21, 1988, pages 3-40.

Copeland, T.E. et J.F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading, Ma., Addison-Wesley Publishing Co., 1988.

Dennis, D.K. et J.J. McConnell, «Corporate Mergers and Security Returns», *Journal of Financial Economics*, 16, 1986, pages 143-87.

Eckbo, B.E., «Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth», *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pages 241-74.

_____, «Mergers and the Market for Corporate Control: The Canadian Evidence», *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, 19, 1986, pages 236-60.

Farrell, J. et C. Shapiro, «Asset Ownership and Market Structure in Oligopoly», *Rand Journal of Economics*, 21, 1990.

Green, C., *Canadian Industrial Organization and Policy*, Toronto, McGraw-Hill Ryerson, 1990.

Grossman, S.J. et O.D. Hart, «Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation», *Bell Journal of Economics*, 11, 1980, pages 42-64.

Jarrell, G.A., J.A. Brickley et J.M. Netter, «The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980», *Journal of Economic Perspectives*, 1, 1988, pages 49-68.

Jensen, M.C., «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *American Economic Review*, 76, 1986, pages 323-29.

_____, «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1988, pages 21-48.

Kaplan, S.N., «Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value», *Journal of Finance*, 44, 1989, pages 611-32.

Morck, R., A. Shleifer et R.W. Vishny, «Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions», *Journal of Finance*.

Ravenscraft, D.J. et F.M. Scherer, *Mergers, Selloffs and Economic Efficiency*, Washington, 1987.

Shleifer, A et L. Summers, «Breach of Trust in Hostile Takeovers» dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, A.J. Auerbach (s.l.d.), Chicago, University of Chicago Press, 1988.

Stillman, R., «Examining Antitrust Policy Toward Horizontal Mergers», *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pages 225-40.

## ANNEXE

### DESCRIPTION DES CAS

1) **Imasco achète Genstar:** 2,1 milliards de dollars, financement par emprunt à 74,6 pour cent, août 1986.

Imasco est un conglomérat basé à Montréal qui a des intérêts dans l'industrie du tabac, dans la restauration rapide et dans la pharmacie. BAT Industries de Londres en est propriétaire à 40 pour cent.

Genstar Corp., basé à Vancouver mais exploité à partir de San Francisco (É.-U.), est actif dans les secteurs de la construction, de l'immobilier, de l'élimination des déchets et des services financiers (avec sa filiale, Canada Trust Co.).

En mars 1986, Imasco a offert de payer 54 $ chaque action de Genstar. Il lui a fallu accepter certaines conditions relatives à la gestion de la filiale financière de Genstar et porter son offre à 58 $ l'action pour

acquérir 100% de Genstar le 1er août 1986. Depuis l'acquisition de Genstar, les reventes ont rapporté 2,8 milliards de dollars, Imasco s'étant départi de tous les actifs de Genstar à l'exception de sa véritable cible: Canada Trust.

2) **TransCanada PipeLines achète Encor Energy:** 871 millions de dollars, financement par emprunt à 25,4 pour cent, décembre 1987.

TCPL, une compagnie basée à Toronto, est propriétaire et exploitant d'un gazoduc transportant le gaz naturel de l'Ouest canadien vers l'Est du Canada et les marchés d'exportation.

Encor, une compagnie basée à Calgary, est engagée dans l'exploration et la production de pétrole brut, de gaz naturel et de produits connexes dans l'Ouest canadien et sur le marché international.

De février 1987 à la mi-novembre 1987, TCPL a acheté 13 pour cent des actions ordinaires d'Encor. Le 16 novembre 1987, TCPL a offert 8,75 $ pour chaque action d'Encor, qui a refusé l'offre. Mais ses efforts pour trouver une société alliée ont été gênés par les règlements fédéraux visant à empêcher la prise de contrôle de compagnies canadiennes saines engagées dans l'industrie énergétique par des intérêts étrangers. TCPL a fini par porter son offre à 9,37 $, prenant le contrôle de 97 pour cent d'Encor le 23 décembre 1987. Les déductions fiscales inutilisées s'élevaient à environ 400 millions de dollars. TCPL a réduit les frais généraux d'Encor de 24 pour cent. En janvier 1989, TCPL a cédé Encor Energy, sa filiale dans le secteur pétrolier et gazier. BCE, le principal actionnaire de TCPL, détient maintenant 67 pour cent des actions d'Encor; les 33 pour cent restants sont détenus par le public.

3) **Nova Corporation de l'Alberta achète Polysar Energy and Chemical Corporation:** 1,7 milliard de dollars, financement par emprunt à 78,4 pour cent, septembre 1988.

Basé à Calgary, Nova est engagé dans l'industrie énergétique, y compris la pétrochimie, les pipelines, la commercialisation du gaz, du pétrole et les activités connexes d'ingénierie et de transformation.

Basé à Toronto, Polysar est une compagnie de gestion engagée dans l'exploration et la production du pétrole, du gaz et du soufre ainsi que dans la mise au point de produits pétrochimiques en aval.

En octobre 1987, Nova a acheté 9,7 pour cent de Polysar. En janvier 1988, Nova a offert d'acheter 24,8 pour cent de Polysar, qui a rejeté l'offre. Polysar a accordé des primes de départ élevées à son président et à neuf autres cadres et a effectué deux très généreuses distributions de dividendes à ses actionnaires. En juin 1988, les deux entreprises ont accepté en principe l'acquisition de Nova par Polysar. La transaction était conclue le 7 septembre 1988.

Les déductions fiscales inutilisées s'élevaient à environ 1,2 milliard de dollars. 45 cols blancs ont par la suite perdu leur emploi. En mai 1990, Nova a vendu sa division caoutchouc à Bayer AG, faisant de cette dernière un chef de file mondial dans la production du caoutchouc. Lors de la prise de contrôle de Polysar, cette division était considérée comme l'actif le plus attrayant.

4) **Cambior achète Sullivan Mines:** 49 millions de dollars, financement par emprunt à 32,7 pour cent, octobre 1987.

Cambior, basé à Val d'Or, au Québec, est engagé dans l'exploration et l'exploitation minière (principalement l'or).

Sullivan Mines est un producteur aurifère basé à Montréal.

En juillet 1986, Cambior a fait l'acquisition de 30,9 pour cent de Sullivan en échange d'actions ordinaires et privilégiées. En juillet 1987, Ste-Geneviève, une compagnie d'exploration minière basée à Montréal, a offert d'acheter un minimum de 51 pour cent et un maximum de 70 pour cent de Sullivan. L'offre a été rejetée. En octobre 1987, Cambior a fait l'acquisition de 100 pour cent de Sullivan. Les déductions fiscales inutilisées avaient une valeur estimée de 29 millions de dollars. Cette acquisition a permis à Cambior d'accroître la production d'une de ses usines qui était sous-utilisée. En juin 1988, Cambior a vendu ses intérêts dans la mine d'or Arthur W. White (dont il avait fait l'acquisition en fusionnant avec Sullivan).

5) **Dumez Investment achète Westburne International Industries:** 263 millions de dollars, financement par emprunt à 57 pour cent, mai 1987.

Dumez SA, une multinationale basée à Paris et engagée dans l'industrie de la construction, est propriétaire à 70 pour cent de Dumez Investment. Les 30 pour cent restants appartiennent à Unicorp Canada, une société de portefeuille engagée dans la production, la commercialisation et le transport d'énergie, dans les services financiers, dans le secteur immobilier aux États-Unis et dans le secteur des banques d'affaires.

Westburne International Industries est une compagnie pétrolière et gazière basée à Calgary qui détient 94 pour cent de United Westburne Industries, une société de portefeuille basée à Montréal et dont les filiales sont engagées dans la distribution en gros de matériel de plomberie, de chauffage, de systèmes hydrauliques et de climatisation.

En avril 1987, après trois tentatives infructueuses depuis septembre 1986, Dumez Investment a offert 25 $ l'action de Westburne. En mai 1987, Dumez est devenu le seul actionnaire de Westburne. La transaction a été financée à 57 pour cent par emprunt puisque Westburne n'avait pratiquement pas de dettes. À l'été de 1988, Unicorp a vendu ses actions de Dumez Inv., détenues maintenant par Dumez SA (71,3 pour cent), par la

Caisse de dépôts (7,3 pour cent), par la BNP (6,4 pour cent) ainsi que par les employés et dirigeants (8,1 pour cent). Dumez Investment s'est depuis départi de la division pétrolière et gazière de Westburne. Deux ans après cette transaction, Dumez investissait 100 millions de dollars pour intensifier ses activités aux États-Unis.

6) **Gulf achète Hiram Walker:** 2,8 milliards de dollars, financement par emprunt à 69,4 pour cent, avril 1986.

Gulf, une filiale d'Olympia and York (O&Y), est engagée dans le secteur énergétique.

Hiram Walker est un conglomérat engagé dans les secteurs du gaz et des distilleries, entre autres.

En mars 1986, Gulf a offert d'acheter 49 pour cent, puis 60 pour cent de Hiram Walker à 32 $ l'action; la compagnie a plus tard offert d'acheter Hiram Walker en entier pour 35 $ l'action. TransCanada PipeLines est entré sur scène à titre de société alliée, offrant de payer 36,5 $ l'action. Gulf a réagi en offrant 38 $ pour chaque action non détenue par O&Y, ce qui donnait la somme de 3 milliards de dollars. La division des distilleries de Hiram Walker faisait l'objet d'une offre d'achat d'Allied Lyons, une distillerie britannique. Enfin, en septembre 1986, Gulf a fait l'acquisition de Hiram Walker. En ce moment, Gulf détient 49 pour cent de la distillerie, le reste étant sous le contrôle d'Allied Lyons.

7) **Unicorp Canada Corporation achète Union Enterprises Ltd.:** 253 millions de dollars, financement par emprunt à 23,3 pour cent, mars 1985.

Unicorp Canada Corporation est une société de portefeuille axée sur les opérations et engagée dans la production, la commercialisation et le transport d'énergie, dans les services financiers et l'immobilier aux États-Unis ainsi que dans le secteur des banques d'affaires.

Union Enterprises Ltd., une société de portefeuille de gestion, est la société mère d'Union Gas, la deuxième plus importante société de distribution de gaz au Canada.

En janvier 1985, Unicorp a acheté 13,8 pour cent d'Union au cours du marché. Le 31 janvier 1985, Unicorp a fait une offre de prise de contrôle d'Union, proposant un échange d'actions. Union a tenté d'empêcher la prise de contrôle en prenant une pilule empoisonnée, l'acquisition de Burns Food pour 125 millions de dollars. Cette transaction a dilué les actions d'Union. En conséquence, la part de Unicorp est passée de 36 à 31 pour cent. En mars 1985, Unicorp détenait 60 pour cent d'Union. Après la transaction, Unicorp a vendu Burns Foods.

8) **Fleet Aerospace Corporation achète Fathom Oceanology Ltd.**: 10,7 millions de dollars, aucun financement par emprunt, mars 1985.

Fleet est une compagnie qui conçoit et fabrique des éléments et des sous-systèmes destinés aux industries aérospatiale, maritime et des communications.

Fathom offre du matériel, des produits et des services techniques conçus sur commande à l'intention des secteurs de la défense et de la marine marchande.

En février 1985, Fleet a proposé de prendre le contrôle de Fathom, qui a rejeté l'offre. En mars 1985, onze cadres supérieurs de Fathom ont signé des contrats contenant des clauses de prolongation d'emploi («parachutes dorés»). Au cours du même mois, Fleet a réussi à prendre le contrôle de Fathom. Les actions de Fathom ont été obtenues en échange d'actions et de bons de souscription de Fleet. En novembre 1989, Fleet a vendu Fathom à Indal, une compagnie industrielle diversifiée.

9) **Motorola achète MDI (Mobile Data International)**: 105 millions de dollars, financement par emprunt à 100 pour cent, juillet 1988.

Motorola est une société américaine qui approvisionne de nombreux secteurs en matériel électronique, comprenant l'industrie des émetteurs-récepteurs et celle de la communication de données.

MDI, une compagnie canadienne basée en Colombie-Britannique, fabrique du matériel de communications utilisé dans les voitures de police, dans le matériel de lutte contre les incendies et dans les taxis.

En avril 1988, BCE Mobile Communications (appartenant à 85,5 pour cent à BCE) a offert d'acheter 64 pour cent de MDI pour 9,75 $ l'action. En mai, Motorola a offert 13,50 $ l'action, espérant acheter toutes les actions ordinaires de la compagnie. Deux mois plus tard, Motorola avait pris le contrôle de 98 pour cent de MDI malgré les primes de départ élevées accordées par MDI à ses cadres supérieurs.

10) **Noranda achète Falconbridge**: 1,9 milliard de dollars, financement par emprunt à 100 pour cent, septembre 1989.

Noranda est engagé dans plusieurs secteurs, dont ceux des minéraux et des métaux, des produits forestiers, de l'énergie et de la fabrication.

Falconbridge est une société internationale d'exploitation des ressources engagée dans l'exploration, le développement, l'exploitation, le traitement et la commercialisation de minéraux et de métaux.

À l'été 1988, s'alliant à Trelleborg AB, une compagnie suédoise, Noranda a offert d'acheter 10 pour cent des actions ordinaires de Falconbridge, prenant le contrôle (un an plus tard) de son entreprise cible (à 95 pour cent). Falconbridge a tenté de trouver une société alliée en Amax, en signant un accord avec cette compagnie américaine. Cependant,

Noranda-Trelleborg AB ont finalement offert plus qu'Amax. La transaction a été financée en contractant des emprunts auprès des six plus importantes banques à charte canadiennes et en obtenant une lettre de crédit bancaire d'une valeur de 500 millions de dollars.

*Paul Halpern et Jack Mintz*
*Faculté d'administration*
*Université de Toronto*

6

# Fiscalité et acquisitions transfrontalières — Canada-États-Unis

## Introduction

La présente étude est consacrée à l'effet de la fiscalité sur la fréquence, la forme et les modalités des transactions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis. Les travaux sur les fusions et acquisitions intérieures au Canada et aux États-Unis décrivent les caractéristiques des régimes fiscaux qui peuvent influer sur les acquisitions. Parmi les caractéristiques relevées, notons les dispositions sur les pertes fiscales, la déduction des frais d'intérêt, les transferts en franchise d'impôt et, aux États-Unis avant 1986, les dispositions sur la majoration de la valeur des actifs. Une conclusion générale ressort des travaux: à la marge, la fiscalité est un facteur important[1]. La structure de la transaction et ses conséquences pour l'avoir des actionnaires des sociétés en cause seront influencées dans une certaine mesure par les dispositions fiscales applicables, même si celles-ci ne sont pas le principal motif de la transaction.

Les acquisitions transfrontalières, c'est-à-dire l'achat d'entreprises canadiennes par des sociétés étrangères, sont ici notre principal centre d'intérêt. Ces acquisitions ne sont pas la seule forme d'investissement direct étranger. Il y a également la création de nouvelles sociétés, les coentreprises réunissant un associé étranger avec une société existante ou nouvelle, des transferts de fonds entre la société mère et ses filiales à l'étranger et la conservation de fonds par les filiales à l'étranger. Malheureusement, comme il n'y a pas de données qui soient recueillies sur chacune de ces catégories, il n'est pas possible d'établir dans quelle mesure les sociétés étrangères préfèrent, sur un marché donné, les acquisitions transfrontalières à d'autres formes d'implantation. Le régime fiscal qui s'applique aux activités de la société mère à l'étranger et sur le marché intérieur ainsi que les conventions fiscales

liant les pays en cause ont une incidence sur toutes les formes d'implantation. Les incidences fiscales seront décrites dans un autre chapitre. Le présent document a pour objet central les acquisitions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis, mais l'examen de la littérature est tiré d'une étude qui a porté sur d'autres pays également.

Étant donné la mobilité accrue des capitaux au niveau international, le rôle de la fiscalité dans les transactions transfrontalières s'est imposé comme nouveau sujet d'analyse. Une grande partie des études actuelles dans le domaine économique est consacrée à l'effet de la fiscalité sur les investissements directs étrangers des multinationales (par ex., Hartman, 1985; Hines, 1988; Grubert et Mutti, 1989). Cependant, peu de travaux, jusqu'à maintenant, ont visé à clarifier le rôle de la fiscalité dans les acquisitions transfrontalières. Celles-ci font intervenir des éléments fort complexes du droit fiscal de nombreux pays et non pas d'un seul. Nous n'étudions ici que le droit fiscal qui concerne les acquisitions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis, pour ensuite en tirer des conclusions sur l'effet de la fiscalité sur le comportement économique. Comme on l'explique plus loin, il est extrêmement difficile de vérifier les hypothèses, étant donné la rareté des données.

Sur un plan général, nous estimons que la fiscalité à une incidence sur les transactions transfrontalières suivantes:

— Si l'on tient compte de la différence des taux d'imposition et des dispositions sur l'amortissement et les stocks prévus par la loi, les taux effectifs d'imposition du capital sont plus élevés au Canada, ce qui incite les entreprises à s'implanter aux États-Unis plutôt qu'au Canada.
— En général, les règles fiscales concernant les transferts en franchise d'impôt et le transfert, d'une entité à une autre, des pertes fiscales antérieures à l'acquisition favorisent les fusions et les acquisitions de préférence à la création de nouvelles entreprises, si l'acquéreur et la société acquise sont constitués dans le même pays. Cependant, certains avantages fiscaux qui sont intéressants pour les sociétés appartenant à des citoyens du pays peuvent ne pas être offerts si l'acquéreur est une société constituée dans un pays étranger.
— Les règles fiscales tendent à encourager l'établissement de filiales plutôt que de succursales à l'étranger parce que les impôts versés au pays exportateur de capitaux sur les gains de source étrangère peuvent être partiellement évités grâce à cette forme d'organisation. Dans certaines circonstances, cependant, il peut être préférable d'établir une succursale pour fins d'impôt, notamment s'il y a des pertes initiales ou si le régime fiscal applicable aux gains d'origine étrangère est plus favorable dans le pays de la société mère que dans le pays d'accueil.

— Les règles fiscales favorisent également les échanges d'actions plutôt que les achats d'actions en numéraire, étant donné que, dans le premier cas, il est possible d'obtenir un allégement de l'impôt sur les gains en capital auquel sont assujettis les vendeurs des actions.
— Les règles fiscales pèsent sur la décision d'émettre des titres de créance dans un pays plutôt que dans l'autre. À l'heure actuelle, il est généralement préférable d'en émettre davantage au Canada, où le taux nominal d'imposition des sociétés et le taux d'inflation sont plus élevés.

La présente étude se structure de la manière suivante. Dans un premier temps, certaines caractéristiques des acquisitions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis seront décrites. Viendront ensuite une explication des raisons qui motivent ces acquisitions et un exposé sur la forme et les modalités d'implantation. Puis, ce sont les questions de fiscalité et leur incidence sur les acquisitions transfrontalières américaines et canadiennes qui seront abordées. Ensuite, avant les conclusions, les résultats empiriques d'autres études seront présentés. Il s'agira de voir s'ils concordent avec les motifs d'ordre fiscal. En annexe, les dispositions fiscales qui concernent les acquisitions transfrontalières seront expliquées en détail.

## CARACTÉRISTIQUES DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES

IL EST TRÈS DIFFICILE D'OBTENIR DES RENSEIGNEMENTS sur le nombre et la composition des acquisitions transfrontalières. Certaines statistiques comparatives pour la période de 12 mois qui s'est terminée en décembre 1988 et pour 1989, au Canada et aux États-Unis, sont présentées aux tableaux 1 et 2 respectivement. Le premier comprend les statistiques sur les achats et les ventes d'entreprises canadiennes, dans le cadre d'acquisitions transfrontalières, en 1988 (partie A) et en 1989 (partie B). Le deuxième présente les statistiques correspondantes pour les entreprises américaines. Les transactions sont indiquées d'après leur nombre et leur valeur en dollars américains. Les acquisitions englobent toutes les transactions, et les chiffres tiennent compte des offres privées aussi bien que publiques. Les données sont tirées de KPMG *Deal Watch* (divers numéros).

Le tableau 1 (partie B) montre que, en 1989, les entreprises canadiennes ont fait 90 acquisitions transfrontalières et que la valeur monétaire moyenne de ces acquisitions s'établissait à 46,4 millions de dollars. La plupart des marchés se situent dans la catégorie moyenne (moins de

**TABLEAU 1**
**(PARTIE A)**

**CARACTÉRISTIQUES DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIERES (ANNÉE SE TERMINANT EN DÉCEMBRE 1988)**

| | ACHATS PAR DES SOCIÉTÉS CANADIENNES | | | VENTES DE SOCIÉTÉS CANADIANNES | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE |
| Total | 79 | $10 708 | 135,5 | 517 | $3 548 | 6,9 |
| *Importance de la transaction* | | | | | | |
| Marché intermédiaire | 69 | 548 | 7,9 | 510 | 961 | 1,9 |
| >100 millions | 10 | 10 160 | 1 016,0 | 7 | 2 587 | 370,0 |
| *Groupe de pays* | | | | | | |
| CE | 13 | 1 051 | 80,8 | 138 | 1 073 | 7,8 |
| | (16%) | (10%) | | (27%) | (30%) | |
| États-Unis | 60 | 9 589 | 159,8 | 304 | 2 188 | 7,2 |
| | (76%) | (90%) | | (59%) | (62%) | |
| Reste du monde | 6 | 70 | 11,7 | 75 | 287 | 3,8 |
| | (8%) | (0%) | | (14%) | (8%) | |

NOTE : Les chiffres entre parenthèses sont les pourcentages des totaux par groupe de pays.

SOURCE : KPMG Peat Marwick Thorne, Deal Watch, divers numéros.

**TABLEAU 1**
**(PARTIE B)**

**CARACTÉRISTIQUES DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIERES (ANNÉE SE TERMINANT EN DÉCEMBRE 1989)**

| | ACHATS PAR DES SOCIÉTÉS CANADIENNES | | | VENTES DE SOCIÉTÉS CANADIANNES | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE |
| Total | 90 | $4 173 | 46,4 | 212 | $11 927 | 56,3 |
| *Importance de la transaction* | | | | | | |
| Marché intermédiaire | 81 | 1 025 | 12,7 | 199 | 1 514 | 7,6 |
| >100 millions | 9 | 3 148 | 350,0 | 13 | 10 413 | 801,0 |
| *Groupe de pays* | | | | | | |
| CE | 12 | 165 | 13,8 | 67 | 2 419 | 36,1 |
| | (14%) | (4%) | | (32%) | (20%) | |
| États-Unis | 76 | 3 973 | 52,3 | 105 | 7 760 | 73,9 |
| | (84%) | (95%) | | (50%) | (65%) | |
| Reste du monde | 2 | 35 | 17,5 | 40 | 1 748 | 43,7 |
| | (2%) | (1%) | | (18%) | (15%) | |

NOTE : Les chiffres entre parenthèses sont les pourcentages des totaux par groupe de pays.

SOURCE : KPMG Peat Marwick Thorne, Deal Watch, divers numéros.

**TABLEAU 2**
**(PARTIE A)**

**CARACTÉRISTIQUES DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIERES**
**(ANNÉE SE TERMINANT EN DÉCEMBRE 1988)**

| | ACHATS PAR DES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES | | | VENTES DE SOCIÉTÉS AMÉRICAINES | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE |
| Total | 471 | $9 354 | 19,9 | 729 | $71 976 | 98,7 |
| *Importance de la transaction* | | | | | | |
| Marché intermédiaire | 445 | 1 254 | 2,8 | 626 | 8 223 | 13,7 |
| > 100 millions | 26 | 8 100 | 311,5 | 103 | 63 753 | 619,0 |
| *Groupe de pays* | | | | | | |
| CE | 121 | 6 435 | 53,1 | 536 | 44 669 | 83,3 |
| | (26%) | (69%) | | (74%) | (62%) | |
| Canada | 305 | 2 195 | 7,2 | 61 | 9 594 | 157,3 |
| | (65%) | (23%) | | (8%) | (13%) | |
| Reste du monde | 45 | 724 | 16,1 | 132 | 17 713 | 134,2 |
| | (9%) | (8%) | | (18%) | (25%) | |

NOTE : Les chiffres entre parenthèses sont les pourcentages des totaux par groupe de pays.

SOURCE : KPMG Peat Marwick Thorne, Deal Watch, divers numéros.

**TABLEAU 2**
**(PARTIE B)**

**CARACTÉRISTIQUES DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIERES**
**(ANNÉE SE TERMINANT EN DÉCEMBRE 1989)**

| | ACHATS PAR DES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES | | | VENTES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE | N. DE MARCHÉS | $US (MIL.) | MOYENNE |
| Total | 366 | $23 278 | 63,6 | 700 | $55 665 | 79,5 |
| *Importance de la transaction* | | | | | | |
| Marché intermédiaire | 327 | 2 582 | 7,9 | 588 | 8 048 | 13,7 |
| >100 millions | 39 | 20 696 | 530,7 | 112 | 47 617 | 425,2 |
| *Groupe de pays* | | | | | | |
| CE | 205 | 12 907 | 63,0 | 444 | 30 488 | 68,7 |
| | (56%) | (55%) | | (63%) | (55%) | |
| Canada | 105 | 7 760 | 73,9 | 76 | 3 973 | 52,3 |
| | (29%) | (33%) | | (11%) | (7%) | |
| Reste du monde | 56 | 2 611 | 46,6 | 180 | 21 204 | 117,8 |
| | (15%) | (11%) | | (26%) | (38%) | |

NOTE : Les chiffres entre parenthèses sont les pourcentages des totaux par groupe de pays.

SOURCE : KPMG Peat Marwick Thorne, Deal Watch, divers numéros.

100 millions de dollars), mais la valeur des transactions la plus forte est relevée dans la catégorie des marchés de plus de 100 millions. Ces chiffres montrent que les transactions très importantes ont été peu nombreuses. Les données sur les ventes de sociétés canadiennes, en 1988, traduisent le même phénomène. La valeur totale des acquisitions est fortement poussée à la hausse par un petit nombre de transactions importantes. En 1988, par exemple, des sociétés canadiennes ont fait trois grandes acquisitions dont la valeur totale a été d'environ 10 milliards.

Pendant les deux années, l'acquisition d'entreprises américaines par des sociétés canadiennes a été l'élément qui a joué le plus sur le nombre et la valeur monétaire des transactions. En fait, les achats, en dollars, ont représenté une valeur supérieure à celle des ventes de sociétés en 1988 (10 milliards contre 2 milliards) mais inférieure à celle des ventes de 1989 (4 milliards contre 8 milliards).

Les données sur les ventes d'entreprises canadiennes, dans ce type de transaction, montrent que les Américains ont été les principaux acquéreurs, car leurs acquisitions ont représenté 50 pour cent des marchés et 65 pour cent de la valeur des transactions en 1989. Les résultats n'ont guère été différents en 1988, année où les ventes d'entreprises canadiennes à des sociétés de la Communauté européenne (CE) ont représenté environ 30 pour cent des marchés et où le secteur «reste du monde» s'est élevé à 14 pour cent du nombre de marchés et à 8 pour cent de leur valeur. En 1989, les transactions ont été moins nombreuses, mais il y a eu augmentation de leur importance moyenne et de la proportion, en valeur, des acquisitions du «reste du monde» (qui comprend le Japon).

Les parties A et B du tableau 2, qui présente les données sur les ventes d'entreprises américaines en 1988 et 1989, font ressortir le fait que, parmi les acquéreurs, la principale région, d'après la valeur monétaire des transactions, a été la CE, avec 62 pour cent des marchés en 1988 et 55 pour cent en 1989. La plupart de ces transactions font intervenir plutôt des sociétés du Royaume-Uni. La catégorie «reste du monde», qui englobe l'Extrême-Orient, a représenté environ 38 pour cent de la valeur des transactions en 1989 et 25 pour cent en 1988.

En 1989, les États-Unis ont connu une diminution du nombre total de transactions et de leur valeur monétaire par rapport à 1988. La CE a été le principal acheteur, mais son importance a fléchi de 1988 à 1989. Par contre, il y a eu une nette progression des acquisitions transfrontalières d'entreprises américaines par des sociétés du «reste du monde».

Ces tableaux livrent indirectement des renseignements au sujet de l'effet de l'Accord de libre-échange sur les acquisitions transfrontalières. En 1988, les achats d'entreprises canadiennes par des sociétés américaines représentaient, en valeur, 23 pour cent de toutes les acquisitions et, en

nombre, 65 pour cent des marchés (tableau 2, partie A). En 1989, la valeur des transactions a augmenté de 33 pour cent, mais leur nombre a diminué de 29 pour cent. Une fois conclu l'Accord de libre-échange, les entreprises n'avaient plus à acheter de petites sociétés pour pénétrer le marché canadien. À partir de ce moment, la valeur moyenne des transactions a augmenté, passant de 7,2 millions de dollars en 1988 à 73,9 millions en 1989. Les acquisitions sont maintenant plus importantes et elles concernent plutôt des établissements capables de jouer un rôle dans une stratégie industrielle continentale.

Les données (non mentionnées ici) qui concernent les neuf mois se terminant en septembre 1990 révèlent que le nombre et la valeur des ventes de sociétés canadiennes sont à la baisse par rapport à la même période en 1989. Fait étonnant, l'Europe a été le protagoniste le plus important, puisqu'elle a assuré 40 pour cent de la valeur des transactions; suivent les États-Unis, avec 37 pour cent, et le Japon et Hong Kong, avec 9 pour cent. L'importance de cette présence européenne s'explique surtout par les acquisitions canadiennes-allemandes.

Les données de 1988 et de 1989 permettent de croire que la composition des groupes de pays qui font l'acquisition d'entreprises américaines par des transactions transfrontalières est généralement semblable à celle signalée dans d'autres études consacrées à ces transactions. Harris et Ravenscraft (1989) ont remarqué que, sur les 159 acquisitions transfrontalières d'entreprises américaines qui ont eu lieu entre 1970 et 1987, 67 pour cent ont été faites par des sociétés européennes (le Royaume-Uni représentant 38 pour cent du total des acquisitions), 21 pour cent par des sociétés canadiennes et 12 pour cent par des pays du «reste du monde». Comme, dans cette étude, l'analyse se fonde sur les données du marché boursier, seules des sociétés dont les actions étaient cotés en bourse ont été retenues dans l'échantillon, tandis que les données présentées dans les tableaux 1 et 2 comprennent également les transactions privées. Cette distinction pourrait expliquer certains écarts dans l'évaluation de l'importance des divers groupes d'acquéreurs. Le poids relatif des sociétés du «reste du monde» s'est également accru.

Aux États-Unis, Harris et Ravenscraft signalent que, en 1986, les transactions transfrontalières représentaient 63 pour cent des investissements directs étrangers dans ce pays.

## JUSTIFICATION DES ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES

LES ARGUMENTS AVANCÉS pour expliquer les investissements directs étrangers (IDÉ) en général et les acquisitions transfrontalières en particulier reposent avant tout sur la recherche de la richesse maximale par les

sociétés mères. Les critères que l'acquéreur emploie pour prendre sa décision d'achat englobent les coûts d'option de l'investissement et ils assurent des moyens suffisants pour couvrir les importants coûts de transaction et de suivi qui découlent des acquisitions à l'étranger.

Les gains provenant des investissements multinationaux doivent normalement être positifs pour toutes les parties à la transaction, et se refléter dans la valeur des titres de la société mère ou de l'entreprise qui fait l'acquisition[2]. Si la direction de la société mère ne retire pas déjà des avantages appréciables de la gestion d'une entreprise multinationale, par opposition à une société à caractère strictement national, l'effet sur le prix des actions ordinaires de l'acquéreur doit normalement être positif. Selon une autre hypothèse, celle de la maximisation de l'utilité pour la direction, cette utilité étant fondée en partie sur les préférences des dirigeants pour les titres ou les avantages non pécuniaires, l'effet sur le prix des actions ordinaires de la société mère peut être négatif.

L'effet sur les prix des actions ordinaires peut être mesuré en fonction d'un investissement étranger spécifique (acquisition) ou encore de la rentabilité prévue de toutes les activités à l'étranger, et il se traduit par un écart entre le cours des actions de la société mère et un prix de référence. Cet écart doit normalement refléter les avantages respectifs, sur le plan des prévisions de trésorerie ou de la réduction des risques, des acquisitions transfrontalières et intérieures ainsi que de la poursuite des activités intérieures.

Il y a deux grands champs d'intérêt dans les études portant sur les IDÉ, soit les motifs des investissements directs étrangers et la forme et les modalités qu'ils revêtent dans le pays d'accueil. Ces deux grands courants font une large place aux coûts de transaction pour justifier leur position. De plus, la fiscalité peut avoir une influence dans ces deux domaines.

Les sociétés se donnent une foule de raisons pour faire des investissements à l'étranger et acquérir une plus grande richesse. Ces raisons peuvent être simplistes ou encore très recherchées. Notons, à titre d'exemple, les arguments suivants : les imperfections des marchés des capitaux et la diversification[3]; les imperfections des marchés des facteurs de production et des produits[4]; le transfert d'actifs incorporels — ou d'actifs pour lesquels il existe outre-frontière des informations couvertes par des droits de propriété — au moyen d'acquisitions plutôt que par les marchés de type classique[5]; et enfin la fiscalité, domaine qui nous intéresse directement ici. Nous nous en tiendrons à la fiscalité, bien qu'il faille effleurer certains autres domaines dans la revue des écrits consacrés à ces questions. Au chapitre suivant, il sera question non seulement de la forme que doit prendre la transaction pour que les parties profitent d'avantages fiscaux, mais aussi de l'incidence de la fiscalité sur la méthode d'acquisition et les modalités d'implantation dans un autre pays.

## Fiscalité et avantages spéciaux

Les différences de taux d'imposition, surtout lorsqu'un des pays est un refuge fiscal, et le mode d'imposition qui s'applique aux multinationales dans le pays où se situe la société mère ont une incidence sur les transactions transfrontalières. Dans de nombreux cas, les pays où se situe la société mère appliquent des mesures qui favorisent ou découragent l'investissement direct à l'étranger[6]. Dans d'autres pays, comme les États-Unis, l'approche est différente. Le régime fiscal américain ne prévoit pas d'amortissement accéléré, ni de crédits d'impôt à l'investissement pour les investissements des multinationales américaines à l'étranger; ces dispositions sont réservées aux investissements en territoire américain.

Beaucoup de pays d'accueil proposent des avantages fiscaux et autres pour améliorer l'environnement économique de manière à attirer des entreprises étrangères. Au nombre de ces avantages, notons les exonérations temporaires d'impôt (Mintz, 1990), l'amortissement accéléré, les déductions pour investissements et crédits à l'investissement. En fait, certains pays développés (les États-Unis étant une exception fort importante) accordent des crédits d'impôt fictifs, disposition permettant aux multinationales de profiter de stimulants fiscaux offerts dans un pays en développement sans accroître les impôts sur les gains provenant de l'étranger dans le pays d'origine lorsque les bénéfices sont remis à la société mère.

## Forme et modalités d'implantation

Les investissements directs étrangers nouveaux (ce qui exclut les bénéfices conservés par la filiale et les fonds transférés directement de la société mère à la filiale) peuvent se faire par l'acquisition (totale ou partielle) d'une société existante dans le pays d'accueil, par la création d'une nouvelle société ou par une coentreprise. Dans les études, la coentreprise est considérée soit comme une acquisition avec contrôle partagé, soit comme un cas distinct d'une acquisition (partielle), car la structure des relations en matière de direction et l'influence des associés du pays d'accueil sont des facteurs importants dans ce type d'implantation. Lorsqu'il s'agit d'un investissement entièrement nouveau ou d'une acquisition, la société doit choisir les modalités de son implantation, soit la création d'une succursale ou d'une filiale.

Un certain nombre d'études ont été consacrées aux facteurs qui déterminent ce choix. Dans un article récent, celui de Kogut et Singh (1988), le choix des modalités est considéré comme fonction de facteurs relatifs à la culture, à l'entreprise et à l'industrie. Les facteurs propres à l'entreprise comprennent l'importance des actifs, la diversification et l'expérience de la société mère dans le pays d'accueil. Parmi les facteurs relatifs à l'industrie, on remarque l'intensité de l'effort de R-D et de publicité.

Selon les recherches, les différences d'ordre culturel accroissent la probabilité que l'implantation se fasse au moyen d'une coentreprise ou par un investissement entièrement nouveau plutôt que par une acquisition. De manière analogue, plus la société mère est dans l'incertitude au sujet des relations organisationnelles dans le pays étranger, plus il est probable qu'elle évitera les acquisitions. Cependant, aucun facteur ne tient compte de la possibilité que des conséquences fiscales différentes puissent jouer sur les modalités d'implantation. Ainsi, le traitement fiscal d'une coentreprise, d'une filiale ou d'un nouvel investissement, qu'il s'agisse d'une entreprise nouvelle ou d'une acquisition, a-t-il une influence sur les modalités d'implantation?

Encore une fois, ces travaux ne tiennent pas compte de l'influence du régime fiscal des pays d'origine et d'accueil sur les modalités d'implantation. On peut se demander par exemple si des dispositions fiscales de l'un ou l'autre pays influencent la décision des sociétés de s'établir à l'étranger en créant une filiale dotée de sa propre équipe de direction et de son conseil d'administration ou plutôt une simple succursale. Le présent document porte justement sur l'influence de la fiscalité sur les modalités et la forme d'implantation.

## Fiscalité et acquisitions transfrontalières

Le présent chapitre propose un aperçu des principaux effets que les impôts peuvent avoir sur les décisions prises aux États-Unis et au Canada en matière de fusions et d'acquisitions. Nous disons «peuvent» parce que beaucoup de ces effets de la fiscalité sont trop difficiles à vérifier au moyen des données actuellement disponibles. Au mieux, nous ne pouvons que spéculer sur les facteurs les plus importants susceptibles d'influer sur le nombre et le type des acquisitions transfrontalières. Dans la mesure où nous pouvons nous fier aux données pour confirmer ou infirmer diverses propositions, nous présenterons cette information au chapitre consacré à l'analyse empirique.

Nous étudions quatre grandes questions:

— les effets des impôts sur les acquisitions transfrontalières qui peuvent être considérées comme l'équivalent d'implantations entièrement nouvelles;
— le choix entre succursale et filiale;
— le choix du type d'acquisition: a) échange d'actions; b) fusion; c) achat d'actions en numéraire;
— le choix du pays où la société mère contracte des emprunts pour financer les acquisitions dans le pays d'accueil.

## IMPLANTATION NOUVELLE ET ACQUISITION

SUPPOSONS QU'UNE SOCIÉTÉ décide de s'implanter aux États-Unis ou au Canada, vraisemblablement pour des motifs étrangers à la fiscalité. La société a le choix entre créer une entreprise entièrement nouvelle ou en acheter une qui existe déjà. Pour ne pas trop compliquer l'exemple, nous supposons généralement que le propriétaire des entreprises ou des actifs acquis dans le pays d'accueil est résident de ce pays.

Le choix de faire l'investissement en créant une nouvelle entreprise ou en acquérant une entreprise au Canada ou aux États-Unis dépend d'un certain nombre de facteurs fiscaux.

Il y a tout d'abord l'impôt à payer sur les bénéfices gagnés dans chacun des pays grâce aux nouveaux investissements, une fois que l'acheteur a établi l'entreprise. Ce taux effectif d'imposition s'applique aux investissements consentis pour créer une nouvelle entreprise et aux nouvelles immobilisations d'une société qui peuvent avoir débuté par l'acquisition d'une autre société. En ce qui concerne les transactions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis, les différences entre les taux effectifs d'imposition dans chaque pays peuvent, entre autres facteurs, influer sur le choix de l'emplacement des nouvelles installations de production.

Deuxièmement, l'établissement de l'entreprise par achat d'actifs ou acquisition d'entreprises influera sur les impôts payés par le vendeur ou l'acheteur au titre des actifs détenus au moment de la vente. La décision de s'implanter dans un pays donné dépend non seulement de l'imposition des nouvelles immobilisations, mais aussi de l'incidence fiscale sur l'achat d'anciennes immobilisations qui sont acquises. Si le régime fiscal favorise l'acquisition d'entreprises et d'actifs anciens, il y a des incitations supplémentaires, outre l'impôt du pays d'accueil s'appliquant aux nouvelles immobilisations, pour s'implanter dans un pays donné.

### Taux effectif d'imposition des immobilisations après établissement de la société

Une société qui investit au Canada ou aux États-Unis paie les impôts prévus par le régime du pays d'accueil. L'impôt le plus important qui influe sur le choix du lieu est l'impôt sur les bénéfices des sociétés[7]. Les sociétés paient également des impôts dans le pays d'origine au titre des revenus provenant de l'étranger. Cet aspect sera abordé plus loin, lorsqu'il sera question des filiales et des succursales.

Tout dépendant du type d'investissement, la société peut constater que le taux effectif d'imposition des investissements aux États-Unis est supérieur ou inférieur à celui calculé pour un investissement semblable au Canada. Le taux nominal d'imposition des bénéfices des sociétés aux

États-Unis, qui englobe les impôts directs prélevés par les États, est d'environ 38 pour cent, ce qui est généralement inférieur au taux nominal de l'impôt fédéral et provincial au Canada, qui varie entre un minimum de 34 pour cent pour les entreprises de fabrication au Québec et un maximum de 45 pour cent pour les entreprises des secteurs autres que la fabrication, dans plusieurs provinces. Le taux moyen de l'impôt sur les bénéfices des sociétés au Canada est d'environ 42 pour cent. Cependant, les taux nominaux ne sont pas la seule donnée à utiliser pour comparer l'effet de l'impôt sur les investissements dans les deux pays. Parmi les autres facteurs, notons les déductions pour amortissement, les déductions au titre des stocks (premier entré, premier sorti (PEPS) au Canada et dernier entré, premier sorti (DEPS) aux États-Unis) ainsi que d'autres dispositions fiscales qui ont une incidence sur le taux effectif d'imposition des investissements au Canada et aux États-Unis.

McKenzie et Mintz (1990) estiment, à partir d'un certain nombre d'hypothèses, le taux effectif d'imposition des investissements des sociétés américaines et canadiennes. Au tableau 3 qui suit, les estimations du taux effectif de l'impôt *intérieur* dans les deux pays[8] donnent à penser que ce taux est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis pour la plupart des industries. C'est dire que, pour les implantations entièrement nouvelles, les régimes fiscaux favorisent les États-Unis plutôt que le Canada comme pays d'investissement. Ce déséquilibre s'explique par des taux nominaux d'imposition plus élevés au Canada, par un traitement des stocks moins généreux (comptabilité selon le système PEPS) qu'aux États-Unis (DEPS) et des dispositions d'amortissement du matériel moins favorables au Canada qu'aux États-Unis.

À en juger d'après ces chiffres, les acquisitions transfrontalières ont tendance à se faire dans un sens seulement pour des motifs de fiscalité, c'est-à-dire que ce sont plutôt des sociétés canadiennes qui établissent des installations de production aux États-Unis. En matière d'impôt sur les bénéfices des sociétés, en tout cas, il n'y a guère de stimulants qui poussent les sociétés américaines à s'implanter au Canada sauf dans quelques rares cas (communications par exemple).

## Répercussions de la fiscalité sur les achats d'actifs et les acquisitions

Lorsqu'une société décide de s'implanter sur un marché, elle peut choisir d'acheter des actifs en créant une toute nouvelle entreprise ou, au contraire, d'acquérir une entreprise existante. Les transactions transfrontalières sont influencées par l'imposition des actifs acquis pour l'établissement de nouvelles entreprises. Deux questions particulières se posent: les transferts en franchise d'impôt et le traitement des pertes fiscales. Nous examinons en annexe les règles spécifiques qui s'appliquent au Canada et aux États-

TABLEAU 3

COMPARAISON DES TAUX EFFECTIFS D'IMPOSITION DU CAPITAL AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA EN 1990 (EN POURCENTAGES)

| | CANADA | ÉTATS-UNIS |
|---|---|---|
| Agriculture, Forêts et pêches | 27,6 | 26,2 |
| Fabrication | 31,1 | 27,0 |
| Construction | 43,4 | 24,0 |
| Transport et entreposage | 21,7 | 8,3 |
| Communications | 17,5 | 25,2 |
| Services publics | 19,8 | 12,5 |
| Commerce de gros | 34,9 | 24,8 |
| Commerce de détail | 30,5 | 21,3 |
| Services | 22,9 | 16,1 |
| Immeubles et autres structures | 21,1 | 17,6 |
| Machines et équipement | 25,6 | 18,9 |
| Stocks | 43,2 | 28,0 |
| Terrains | 20,2 | 19,0 |
| TOTAL | 28,9 | 20,4 |

SOURCE: McKenzie et Mintz (1990).

Unis. Nous nous contentons pour l'instant d'évoquer les facteurs fiscaux qui peuvent influer sur les décisions d'acquisition.

**Transferts en franchise d'impôt** Tant au Canada qu'aux États-Unis, celui qui vend une entreprise plutôt que des actifs isolés peut, dans certaines limites, différer le paiement des impôts relatifs aux gains en capital réalisés sur les biens non amortissables et à la récupération de l'amortissement sur les biens amortissables. Par contre, l'acquéreur doit alors reprendre les actifs amortissables à leur coût historique plutôt que d'en porter le coût à la juste valeur marchande. Cette règle réduit la valeur des déductions pour amortissement à venir. Pour liquider des actifs, lorsqu'il y a création d'une nouvelle entreprise, le vendeur paie l'impôt sur les gains en capital et la récupération de l'amortissement tandis que l'acquéreur d'actifs amortissables peut les amortir à la valeur d'acquisition.

Lorsque des acquisitions sont faites aux États-Unis, on s'arrange en général pour que le vendeur, l'acheteur ou les deux obtiennent un avantage fiscal par échange d'actifs au moyen d'une acquisition qui peut donner lieu à un transfert en franchise d'impôt. En différant l'impôt sur le gain en capital et sur la récupération de l'amortissement, le vendeur réalise normalement des économies d'impôt supérieures à ce que paie l'acheteur, qui est incapable d'amortir les actifs à une valeur majorée[9].

Dans le cas du Canada, il y a un avantage fiscal à tenter d'obtenir un transfert en franchise d'impôt d'actifs non amortissables. Quant aux

actifs amortissables, il est impossible de tirer une conclusion claire. Comme seulement les trois quarts de la différence entre la valeur de vente et le coût initial de l'actif sont comptabilisés dans les bénéfices imposables (soit l'élément gain en capital de la récupération de l'amortissement), il peut être préférable pour le vendeur de céder l'actif à sa juste valeur marchande et de laisser l'acquéreur réclamer les déductions pour amortissement en fonction de la valeur majorée de l'actif. Par contre, les sociétés américaines qui achètent des entreprises canadiennes ne peuvent assurer un transfert en franchise d'impôt aux actionnaires canadiens.

**Pertes fiscales** L'un des grands avantages d'une acquisition est la possibilité qu'elle donne de déduire les pertes d'exploitation (autres que les pertes en capital) de l'acquéreur ou de la société acquise, antérieures à l'acquisition, du bénéfice imposable de l'autre société. Ces dernières années, les États-Unis ont restreint le recours aux pertes d'exploitation antérieures à l'acquisition, mais il demeure intéressant d'acheter une société si les pertes d'une entité peuvent être déduites plus rapidement par la société unifiée.

Les pertes fiscales sont particulièrement importantes au Canada, car plus de la moitié des sociétés ne sont pas en mesure de payer des impôts (Glenday et Mintz, 1991). Les pertes fiscales antérieures à l'acquisition peuvent être déduites plus rapidement pourvu que certaines conditions (voir annexe) soient remplies. L'une des plus importantes restrictions est que les pertes antérieures à l'acquisition ne peuvent être déduites que des bénéfices provenant du même type d'activité[10]. En outre, les déductions non utilisées, par exemple les dépenses d'exploration et d'aménagement et les déductions pour amortissement, doivent être déclarées dans l'année où se produit le changement de propriété. Cette dernière disposition rend l'acquisition d'une société ayant des pertes fiscales moins souhaitable que le simple achat des actifs comme dans le cas de la création d'une entreprise entièrement nouvelle.

Il faut donc conclure que les acquisitions transfrontalières présentent des avantages fiscaux liés aux transferts en franchise d'impôt et aux pertes fiscales antérieures à l'acquisition. Cependant, il n'est pas toujours possible de profiter de ces avantages, si bien que l'implantation d'une nouvelle entreprise peut parfois être préférable.

## FILIALE OU SUCCURSALE?

NOUS N'AVONS RIEN DIT jusqu'à maintenant des conséquences des impôts américains et canadiens qui frappent les revenus d'origine étrangère de la société mère implantée dans un pays donné. Le niveau de cet impôt peut influer sur les transactions transfrontalières non seulement en fonction des taux effectifs d'imposition calculés au tableau 3 qui précède, mais aussi

du point de vue des avantages fiscaux découlant de l'acquisition de sociétés ou d'actifs dans un autre pays.

Les États-Unis imposent les bénéfices des succursales et les gains remis à leurs propres multinationales dans le monde entier. Un crédit est consenti au titre du revenu provenant de tous les pays du monde et des retenues fiscales versées aux gouvernements étrangers. Si le crédit pour impôt étranger est supérieur (inférieur) à l'impôt américain sur les revenus d'origine étrangère, la société mère est dite en situation de crédit excédentaire (déficitaire). Les bénéfices des succursales sont imposés au moment où ils sont gagnés tandis que ceux des filiales ne le sont que lorsqu'ils sont effectivement versés (les bénéfices réinvestis échappent donc au fisc américain).

Le droit des filiales de différer l'impôt américain en ne remettant pas leurs bénéfices à la société mère est une raison importante pour exploiter des filiales à l'étranger. Néanmoins, dans certains cas, la succursale peut être une formule préférable. En particulier, les pertes des succursales peuvent servir à réduire l'ensemble des revenus provenant de l'étranger. En outre, tout dépendant des dispositions fiscales de chaque pays, la succursale peut être préférable à la filiale. Par exemple, si les déductions pour amortissement du régime canadien sont moins généreuses que les américaines, il peut être préférable pour la société mère de se doter d'une entreprise canadienne qui soit une succursale au lieu d'une filiale puisque, dans le premier cas, seulement les dispositions fiscales américaines influent sur la décision de la multinationale américaine en matière d'investissement[11].

Le droit fiscal canadien diffère quelque peu du droit américain en ce qui concerne le traitement des revenus d'origine étrangère des sociétés multinationales résidantes. L'impôt canadien frappe les bénéfices d'origine étrangère des succursales et le revenu remis par les filiales. Cependant, si une société mère possède au moins 10 pour cent de n'importe quelle catégorie d'actions, les dividendes versés par les sociétés étrangères affiliées sont exonérés de l'impôt canadien. Cette exemption tend à favoriser la formule de la filiale, mais il y a trois cas où les succursales peuvent être préférables. Le premier est celui où les dividendes provenant des filiales étrangères ne sont pas à l'abri des retenues fiscales américaines. S'ils sont versés et échappent à l'impôt canadien, la société mère canadienne ne peut déduire les retenues fiscales américaines des impôts qui frappent les revenus d'origine étrangère. Deuxièmement, seules les pertes des succursales situées aux États-Unis peuvent être déduites directement, aux fins d'impôt, des revenus provenant du monde entier. Troisièmement, certaines déductions au titre des immobilisations peuvent être plus généreuses dans le régime canadien, ce qui fait de la succursale une forme d'organisation préférable aux fins d'impôt. Par contre, comme on l'explique en annexe, cette formule peut entraîner un certain nombre de pénalités fiscales.

TABLEAU 4

TAUX EFFECTIFS COMBINÉS DES IMPOTS AMÉRICAIN ET CANADIEN SUR LE CAPITAL - SUCCURSALES ET FILIALES EN 1990 (EN POURCENTAGE)

I INVESTISSEMENT CANADIEN AUX ÉTATS-UNIS

| | FILIALE | SUCCURSALE[1] |
|---|---|---|
| Fabrication | 30,9 | 22,6 |
| Construction | 30,0 | 34,4 |
| Transport et entreposage | –1,8 | 17,4 |
| Communications | –2,1 | 10,4 |
| Services publics | 4,2 | 13,3 |
| Commerce de gros | 4,4 | 19,7 |
| Commerce de détail | 14,4 | 12,2 |
| Services | 31,2 | 19,9 |
| TOUS SECTEURS CONFONDUS | 19,8 | 19,3 |

1 Crédit déficitaire seulement. Si la société mère est en situation de crédit excédentaire, le taux effectif d'imposition est le même que pour les succursales.

II INVESTISSEMENT AMÉRICAIN AUX ÉTATS-UNIS

| | FILIALE[1] | | CRÉDIT | SUCCURSALE[1] | |
|---|---|---|---|---|---|
| | $ US | $ CAN | EXCÉDENTAIRE | $ US | $ CAN |
| Fabrication | 29,1 | 35,3 | 26,1 | 36,9 | 39,0 |
| Construction | 40,6 | 47,7 | 38,1 | 39,9 | 42,1 |
| Transport et entreposage | 20,6 | 15,2 | 25,0 | 12,2 | 15,2 |
| Communications | 16,6 | 17,4 | 19,2 | 11,2 | 13,8 |
| Services publics | 18,8 | 20,6 | 20,7 | 14,3 | 16,4 |
| Commerce de gros | 23,1 | 19,5 | 26,0 | 12,3 | 14,7 |
| Commerce de détail | 21,7 | 24,6 | 19,7 | 22,8 | 24,7 |
| Services | 31,7 | 37,0 | 27,7 | 38,6 | 40,5 |
| TOUS SECTEURS CONFONDUS | 25,4 | 28,6 | 25,7 | 28,0 | 30,3 |

1 Crédit déficitaire

SOURCE: Données tirées de McKenzie et Mintz (1990).

Au tableau 4, nous calculons, pour les transactions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis, le taux effectif d'imposition pour les succursales et les filiales concernant les investissements, compte non tenu des stocks[12]. Les taux effectifs d'imposition des filiales sont établis d'après l'ouvrage de McKenzie et Mintz (1990) tandis que ceux des succursales sont calculés au moyen des résultats théoriques obtenus par Leechor et Mintz (1991). Dans les deux cas, il est tenu compte des impôts canadien et américain sur les bénéfices gagnés dans chacun des deux pays.

Les chiffres du tableau 4 font ressortir des différences marquées entre les taux effectifs d'imposition des succursales et des filiales. Pour les investissements canadiens aux États-Unis, la formule de la succursale semble, d'après ces calculs, légèrement plus avantageuse dans l'ensemble, notamment dans les secteurs de la fabrication, du commerce de détail et des services. C'est que la succursale peut profiter davantage de déductions pour amortissement supérieures pour le commerce de détail et les services, et d'un taux nominal d'imposition plus faible pour la fabrication au Canada, à supposer que la société mère soit en situation de crédit d'impôt déficitaire. Mais ces calculs ne tiennent aucun compte d'autres facteurs importants qui limitent le recours à la formule de la succursale de préférence à celle de la filiale. Plus particulièrement, les règles d'imputation des intérêts, aux États-Unis, qui ne sont pas prises en considération dans les calculs, enlèvent un certain attrait à la formule de la succursale pour les entreprises canadiennes, car les déductions d'intérêts aux États-Unis peuvent être perdues.

Les taux effectifs d'imposition sont également calculés pour les investissements des multinationales américaines au Canada en situation de crédit d'impôt déficitaire (filiale et succursale) et excédentaire. Dans les cas des succursales et des filiales, une distinction est faite pour tenir compte du traitement facultatif proposé aux sociétés américaines concernant l'utilisation de devises particulières pour convertir les bénéfices et la valeur des actifs au Canada aux fins du fisc américain. La réglementation américaine oblige les entreprises à se servir des monnaies étrangères comme «devises fonctionnelles»; les actifs sont comptabilisés en devises étrangères tandis que les bénéfices, y compris les déductions pour amortissement, sont convertis en dollars américains lors du versement des bénéfices. Néanmoins, la société mère américaine peut employer le dollar américain comme devise fonctionnelle dans ses investissements canadiens; les valeurs des actifs sont converties en dollars américains au moment de l'achat et les déductions pour amortissement sont libellées en dollars américains. La différence qui compte est que l'utilisation de la devise la plus faible, soit le dollar canadien, comme devise fonctionnelle, suppose que la valeur en dollars américains des déductions pour amortissement diminuera avec le temps au gré de la dévaluation du dollar canadien. De manière générale, nous constatons que l'utilisation du dollar canadien comme devise fonctionnelle entraîne un taux effectif d'imposition plus élevé sur les investissements américains lorsque la société mère est en situation de crédit d'impôt déficitaire.

Les calculs dont il est fait état au tableau 4 montrent que la formule de la filiale est généralement préférable à celle de la succursale pour les investissements américains au Canada. En fait, il peut même être préférable pour la société mère américaine d'être en situation de crédit d'impôt déficitaire pour réduire au minimum les impôts sur les revenus des sociétés

mères canadiennes et américaines, ce qui s'explique par le fait que les taux nominaux d'imposition au Canada sont en général plus élevés qu'aux États-Unis, sauf dans le secteur de la fabrication. Il est donc plus avantageux de déduire les dépenses au Canada et de maintenir les impôts canadiens en-deça des impôts payés aux États-Unis sur les bénéfices versés.

## Type de fusion

Une société peut être achetée par une autre société par l'émission d'actions, échangées contre d'autres actions, ou par le paiement en numéraire des actions de la société acquise. Ou bien les deux sociétés peuvent être réunies en une seule. Lorsque l'acquéreur et la société achetée sont tous deux dans le même pays, les actionnaires peuvent différer les impôts sur les gains en capital s'il y a échange d'actions ou amalgamation, pourvu qu'il y ait changement de contrôle de la société acquise. Ce report n'est pas autorisé lorsque les actions sont payées en numéraire.

Dans les transactions transfrontalières, la fusion directe d'entreprises constituées en sociétés aux États-Unis ou au Canada pose des difficultés; les fusions se font généralement par l'entremise de filiales implantées dans le même pays que l'autre société en cause[13]. En outre, le Canada ne permet pas le transfert en franchise d'impôt aux vendeurs lorsque l'échange d'actions entraîne la vente d'une société canadienne à une société étrangère. Les États-Unis autorisent ce transfert si un vendeur étranger est en cause, mais il peut être nécessaire de demander une permission et des frais peuvent être exigés.

## Titres de créance

Une société peut émettre des titres de créance au Canada ou aux États-Unis pour financer des investissements dans un pays ou l'autre. Aux termes du régime canadien, une société mère canadienne peut contracter un emprunt pour financer l'acquisition d'actions aux États-Unis alors que la succursale ou la filiale américaine au Canada peut, dans certains limites, déduire les intérêts courus au Canada. Dans le régime américain, les frais d'intérêt sont également déductibles, mais il y a plusieurs restrictions qui s'appliquent aux sociétés mères américaines et aux succursales et filiales étrangères aux États-Unis en ce qui concerne la déduction des frais d'intérêt subis dans ce pays. Il est question de ces restrictions dans l'annexe.

Ces restrictions mises à part, quel est le meilleur choix pour la société mère?

Si la société mère est canadienne, le coût du financement par emprunt au Canada et aux États-Unis est le suivant. Si la société mère contracte la dette au Canada au taux d'intérêt nominal, le coût net d'impôt (i) est

de $i\ (1-u)$, u désignant le taux d'imposition des bénéfices des sociétés au Canada. Le coût d'une dette contractée aux États-Unis dépend de la forme d'organisation (filiale ou succursale) aux États-Unis. Soit $i^*$ le taux d'intérêt nominal sur la dette qui est payé aux États-Unis et $x$ l'appréciation prévue du dollar américain par rapport à la devise canadienne, qui est présumée non imposée[14]. Le coût des emprunts contractés aux États-Unis est de $i^*\ (1-u^*) + x$, $u^*$ étant le taux effectif d'imposition auquel les frais d'intérêt sont déductibles. Pour une filiale, $u^*$ peut être interprété comme le taux d'imposition des bénéfices des sociétés aux États-Unis, et, pour une succursale, $u^*$ peut s'entendre comme soit le taux d'imposition des sociétés au Canada (si les crédits américains pour impôt étranger sont inférieurs à l'impôt canadien), soit le taux d'imposition des sociétés aux États-Unis (si les crédits sont excédentaires).

Les impôts ont deux effets sur la décision de contracter des emprunts aux États-Unis ou au Canada. Tout d'abord, il est préférable de contracter la dette dans le pays où le taux d'imposition des sociétés est le plus élevé (soit presque toujours le Canada, du moins en ce moment). En deuxième lieu, il peut être préférable, également, de contracter la dette dans le pays où le taux d'intérêt nominal est le plus élevé, à cause de l'inflation (voir Booth, 1990, et Leechor et Mintz, 1990). Pour comprendre cette dernière affirmation, supposons que, sans l'impôt sur le revenu des sociétés, les taux d'intérêt nominaux soient les mêmes $(i=i^*+x)$[15]. Si l'on tient compte de l'impôt, le coût du financement par emprunt au Canada est réduit, passant de $i$ à $i(1-u)$ et, aux États-Unis, il passe de $i^*$ à $i^*(1-u^*)$. À noter que, lorsque les taux d'imposition sont identiques, la déduction de la dette représente une plus grande valeur dans le pays où le taux d'intérêt nominal est le plus élevé. Lorsque les frais d'intérêt sont déductibles au taux nominal, la société retire un avantage fiscal à cause de l'inflation, car ces frais d'intérêt comportent pour le prêteur une indemnisation de la diminution de la valeur réelle du principal. Le coût du financement par titres de créance, rajusté en fonction de l'impôt et de l'inflation) est inférieur dans le pays où le taux d'inflation, est le plus élevé[16].

Pour une société mère américaine, la situation est essentiellement la même, sauf pour une filiale américaine au Canada lorsque la société mère est en situation de crédit d'impôt déficitaire. Si la filiale américaine contracte davantage d'emprunts au Canada, il y a une incidence à la fois sur l'impôt canadien sur les bénéfices des sociétés et sur l'impôt américain à payer sur les dividendes versés. En fait, l'accroissement des dettes contractées au Canada peut faire augmenter le taux d'imposition américain sur les dividendes versés, ce qui fait baisser la valeur des déductions pour dettes au Canada[17].

Le tableau 5 donne les calculs pour les sociétés mères canadiennes qui contractent des emprunts au Canada ou aux États-Unis afin de financer

TABLEAU 5

TAUX EFFECTIFS COMBINÉS DES IMPÔTS AMÉRICAIN ET CANADIEN SUR LE CAPITAL, SELON LE PAYS OÙ LA DETTE EST CONTRACTÉE (EN POURCENTAGE)

I INVESTISSEMENT CANADIEN AUX ÉTATS-UNIS

| | DETTE AU CANADA | TOUTE LA DETTE AUX ÉTATS-UNIS |
|---|---|---|
| Fabrication | 30,9 | 31,7 |
| Construction | 29,9 | 32,0 |
| Transport et entreposage | -1,8 | 6,0 |
| Communications | -2,1 | 5,2 |
| Services publics | 4,2 | 10,2 |
| Commerce de gros | 4,4 | 9,6 |
| Commerce de détail | 14,4 | 19,3 |
| Services | 31,2 | 35,0 |
| TOUS SECTEURS CONFONDUS | 19,8 | 22,8 |

II INVESTISSEMENT AMÉRICAIN AU CANADA

| | CRÉDIT D'IMPÔT DÉFICITAIRE | | | | CRÉDIT D'IMPÔT EXCÉDENTAIRE | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | $ U.S. | | $ CAN | | | |
| | DETTE AU CAN. | DETTE AUX É.-U. | DETTE AU CAN. | DETTE AUX É.-U. | DETTE AU CAN. | DETTE AUX É.-U. |
| Fabrication | 29,1 | 29,3 | 35,3 | 35,5 | 25,2 | 26,1 |
| Construction | 40,6 | 40,7 | 47,7 | 47,5 | 37,1 | 38,8 |
| Transport et entreposage | 20,6 | 20,2 | 15,2 | 14,5 | 20,4 | 25,0 |
| Communications | 16,6 | 16,4 | 12,4 | 17,0 | 13,4 | 19,2 |
| Services publics | 18,8 | 18,7 | 20,0 | 19,8 | 15,7 | 20,7 |
| Commerce de gros | 23,1 | 23,0 | 19,5 | 19,3 | 22,0 | 26,0 |
| Commerce de détail | 21,7 | 21,7 | 24,6 | 24,7 | 14,9 | 19,7 |
| Services | 31,7 | 32,2 | 37,0 | 37,5 | 23,3 | 27,7 |
| TOUS SECTEURS CONFONDUS | 25,5 | 25,5 | 28,6 | 28,6 | 22,0 | 25,0 |

les investissements des filiales aux États-Unis. Comme le taux d'inflation canadien est présumé supérieur au taux américain dans ces calculs et comme, dans la plupart des secteurs, le taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés est supérieur au taux américain, on constate que le taux effectif d'imposition des investissements est inférieur lorsque davantage d'emprunts sont contractés au Canada.

Quant aux investissements américains au Canada, l'émission d'un plus grand nombre de titres de créance au Canada fait diminuer le taux effectif d'imposition pour les sociétés en situation de crédit excédentaire, un peu comme dans le cas des sociétés mères canadiennes. Par contre, en situation déficitaire, le taux d'imposition des dividendes versés s'élève lorsqu'aug-

mentent les emprunts au Canada. Par conséquent, les emprunts au Canada ne présentent aucun avantage appréciable. Il faut préciser que ces calculs ne tiennent pas compte de restrictions particulières qui limitent la déduction des frais d'intérêt aux États-Unis. Si on les prend en considération, il y a une plus forte incitation fiscale à emprunter au Canada.

## Analyse empirique et revue des études

Il s'agit, dans le présent chapitre, de passer en revue les observations empiriques sur l'effet de l'impôt sur la valeur des acquisitions transfrontalières. La plupart des études ne traitent pas directement de l'impôt. Leur objet est plutôt de voir si les acquisitions à l'étranger améliorent la rentabilité après impôt des multinationales. Or, cela peut dépendre soit de facteurs étrangers à l'impôt, comme on l'a déjà expliqué, soit de facteurs fiscaux discutés plus haut.

En passant les études en revue, nous avons remarqué qu'aucune information directe n'avait été présentée sur l'influence de la fiscalité et que les renseignements indirects, bien qu'ils cadrent mal avec les effets de la fiscalité, présentent des problèmes de méthodologie.

### Méthodes

Dans toutes les études passées en revue, on examine l'effet des activités multinationales et de la fiscalité sur la valeur marchande des sociétés qui sont parties à la transaction. Les chercheurs empruntent deux grandes approches. La première consiste à vérifier l'effet de l'ensemble des activités multinationales sur le prix des actions, la deuxième à isoler une acquisition précise pour en évaluer l'effet.

Trois méthodes servent à mesurer l'effet de l'ensemble des activités internationales sur la valeur d'une société multinationale. Les deux premières consistent à évaluer dans quelle mesure les activités multinationales offrent des occasions de bénéfices à l'entreprise et entraînent une hausse du prix des actions (ou de la valeur marchande de la société), qui se retrouve à un niveau supérieur à ce qu'il aurait été autrement. Les mesures utilisées pour refléter cette évaluation «supérieure à la normale» sont soit la valeur «q» de Tobin, c'est-à-dire le rapport entre la valeur courante des actions de la société en bourse et la valeur de remplacement, soit la différence entre la valeur marchande courante et la valeur comptable des actions de la société, en employant une variable qui permet d'évaluer la taille de la société (le plus souvent, le chiffre d'affaires). Dans les études, la deuxième mesure est désignée comme l'«évaluation de l'excédent». Une troisième mesure porte directement sur le rendement réalisé pendant la période de

détention des actions ordinaires de la multinationale par rapport au risque, évalué d'après les données du marché boursier. Cette méthode repose sur la mesure du rendement des portefeuilles classiques.

Chaque mesure vise à établir trois éléments : les rendements supérieurs à la normale assurés par les activités internationales grâce aux décisions en matière d'investissements physiques, à des taux de rendement supérieurs au coût des immobilisations en cause; l'effet des actifs incorporels mis en évidence par les activités internationales; l'effet de la diversification lorsqu'il y a prime sur le prix des actions pour refléter la capacité de la société de se diversifier plus efficacement que les investisseurs. Comme on utilise dans cette approche le cours des actions par rapport à un point de repère, c'est la valeur de l'ensemble des activités de la société qui est prise en compte, si bien qu'il est difficile d'isoler l'incidence des acquisitions transfrontalières.

La deuxième grande approche fait appel à une méthodologie d'étude d'événement qui permet d'isoler l'effet d'une acquisition internationale particulière sur le rendement anormal des actions de l'acquéreur ou de la société acquise au cours de la période entourant l'annonce de l'acquisition. Un rendement anormal peut non seulement refléter l'effet de l'acquisition en cause, mais aussi, pour les acquisitions étrangères initiales, donner un signal sur l'orientation de la croissance future[18]. Dans certaines études empiriques, les chercheurs s'efforcent de faire un rajustement pour tenir compte de cet effet de signal, même s'il est probablement faible, car il s'applique seulement à un sous-ensemble de sociétés dans l'échantillon. Cette réserve faite, l'approche de l'étude des événements reflète ce qu'attend le marché comme effet d'une acquisition spécifique sur la richesse des actionnaires des sociétés participant à la transaction. En isolant l'effet d'une acquisition sur le prix des actions des participants, cette approche reflète les effets marginaux d'une acquisition transfrontalière. Mais cette approche pose un grand problème : l'effet marginal peut être faible parce que la société acquise est petite par rapport à la multinationale qui s'en porte acquéreur.

Pour un certain nombre de raisons, l'approche de l'étude des événements est préférée à la méthode de l'évaluation de l'excédent par rapport à la normale ($q$) et à celle du risque et du rendement pendant la période de détention. Premièrement, l'évaluation de l'excédent tient compte de toutes les influences sur la valeur de la société, y compris — mais non exclusivement — la portée et l'effet des activités transfrontalières des multinationales. Elle reflète les influences moyennes mais non marginales. Deuxièmement, cette évaluation dépend du traitement comptable des activités étrangères. Les méthodes comptables varient d'un pays à l'autre et les variables utilisées dans les approches d'évaluation de l'excédent sont fondées soit sur les valeurs comptables soit sur les valeurs comptables rajustées en fonction des valeurs de remplacement. Il y a donc risque que les mesures soient faussées pour les sociétés ayant d'importantes activités multi-

nationales. En ce qui concerne la méthode de la période de détention, même si la dimension multinationale joue sur le prix des actions et donc sur le taux de rendement de l'avoir propre rajusté en fonction du risque pour l'une des raisons signalées, l'effet se répercutera immédiatement sur le prix des actions et la société obtiendra alors un taux normal de rendement sur les actions, rajusté en fonction du risque. Il serait donc étonnant que des sociétés ayant d'importantes activités à l'étranger puissent obtenir un meilleur rendement que les sociétés qui limitent leurs activités à leur pays. Tout écart par rapport à ce taux normal de rendement, habituellement mesuré par le rendement du portefeuille, peut s'expliquer non par l'internationalisation ou la diversification, mais par divers événements dans les activités des sociétés. Il est peu probable que ces événements se concentrent uniquement dans les filiales étrangères de la société.

## RÉSULTATS EMPIRIQUES

ÉTANT DONNÉ QUE LES ÉTUDES DES ÉVÉNEMENTS mesurent l'effet marginal d'acquisitions transfrontalières spécifiques et permettent de vérifier des hypothèses concernant les sources des rendements anormaux, nous examinerons d'assez près cette forme d'étude.

### Études d'événements

Doukas et Travlos (1988) ont étudié les rendements anormaux quotidiens sur les actions ordinaires peu avant et peu après les annonces d'acquisition, pour les sociétés américaines qui ont présenté des offres en vue d'acquisitions internationales pendant la période de 1975 à 1983. Pendant les onze jours entourant l'annonce, aucun rendement anormal important n'a été lié à celle-ci. Par contre, si l'on divise l'échantillon en catégories selon l'expérience des acquéreurs dans les activités multinationales, on obtient des résultats fort différents. Dans le cas des sociétés dont c'est la première acquisition à l'étranger, le rendement anormal à la date de l'annonce a été positif mais négligeable. Deux jours avant et après cette date, les rendements ont été négatifs et importants. Ce résultat concorde bien avec l'hypothèse voulant qu'un capital humain soit produit par l'expérience internationale et que le marché estime, lorsque cette expérience fait défaut, que les coûts de transaction seront supérieurs aux bénéfices supplémentaires. De plus, aucune indication d'occasions rentables découlant de la croissance internationale qui peut être dissimulée dans l'acquisition ne contrebalance l'effet négatif de l'inexpérience!

Les autres catégories sont établies d'après l'expérience que la société a pu avoir dans le pays d'accueil grâce à des acquisitions antérieures. Si la société est déjà active dans le pays d'accueil, il n'y a aucun rendement

anormal important à la date de l'annonce ou pendant la période de l'événement. Cependant, si la société en est à sa première implantation dans le pays mais a déjà de l'expérience à l'étranger, il y a un effet positif important à la date de l'annonce. Cette constatation concorde bien avec la maximisation de la richesse et confirme l'hypothèse de l'internalisation, car les gains ne sont obtenus que lorsque la technologie est appliquée à un nouveau pays.

Doukas et Travlos calculent aussi la régression du rendement cumulatif anormal pour chaque acquisition sur des variables indiquant si la société possède de l'expérience dans le pays d'accueil et si l'acquisition se situe dans le même domaine d'activité. Le résultat est que les rendements cumulatifs anormaux sont sensiblement plus élevés si la société n'est pas déjà active dans le pays d'accueil et si celui-ci est un pays en développement. Un autre perfectionnement de la technique de recherche a permis d'établir que les gains étaient supérieurs pour une implantation dans un pays en développement où la société n'était pas déjà présente. Encore une fois, ces résultats confirment l'hypothèse de l'internalisation.

Fatemi (1984) a utilisé un échantillon limité de 18 sociétés pour trouver, au moyen d'un questionnaire, le mois et l'année du début des *premières* activités de chaque société à l'étranger. Les rendements anormaux observés autour de la date de l'annonce devraient refléter l'effet de la transaction particulière et de la politique d'acquisitions multinationales. Pour son échantillon, Fatemi a relevé un restreint rendement anormal moyen autour de la date de l'événement; pendant les 14 mois précédant la diversification initiale à l'étranger, il y avait un rendement de 18 pour cent. Les résultats de cette étude ne sont pas très éclairants parce que l'échantillon était faible et que la valeur de la première transaction transfrontalière, par rapport à la valeur de la société mère, pouvait être peu élevée.

Harris et Ravenscraft ont étudié les rendements anormaux de sociétés américaines qui ont été acquises pendant la période allant de 1970 à 1987. L'échantillon comprend à la fois des transactions transfrontalières et des transactions intérieures. L'analyse tient compte d'une série de variables qui expliquent le rendement anormal des sociétés acquises lors de transactions transfrontalières et propose quelques comparaisons entre transactions intérieures et transfrontalières. Comme les actionnaires ou les conseils d'administration de la société acquise doivent accepter les conditions d'acquisition, il n'est pas étonnant que les rendements anormaux soient élevés. Il en résulte que les primes, pour les transactions transfrontalières, sont d'environ 10 pour cent plus élevées que celles relatives à des transactions intérieures. En n'étudiant que les sociétés acquises, on ne peut déterminer si les acquisitions créent de la richesse pour l'acheteur ou pour l'économie. Le rendement anormal, pour l'acquéreur, dépend de la prime qui est payée et, si l'acquéreur ne suit pas une stratégie visant à maximiser la valeur, cette

prime peut être sans rapport avec les variables qui contribuent à relever la valeur.

Harris et Ravenscraft ont remarqué également que, dans environ 88 pour cent des cas, le paiement se faisait en numéraire. Il s'agit d'une proportion supérieure à celle observée pour les acquisitions intérieures, ce qui peut traduire soit des problèmes de liquidités éprouvés par les acquéreurs sur les marchés des valeurs mobilières, soit des contraintes inhérentes à la réglementation sur la détention d'actions étrangères par les investisseurs de la société faisant l'acquisition. Cependant, les rendements anormaux pour les transactions en numéraire, intérieures ou transfronta lières, sont semblables. Si l'on s'intéresse uniquement aux transactions trans frontalières, on constate que les rendements anormaux sont supérieurs si l'acquéreur est asiatique et se situe dans un champ d'activité sans rapport avec celui de la société acquise, et si cette dernière appartient à une industrie où l'on fait beaucoup de recherche-développement. L'expérience antérieure de l'acquéreur dans le pays semble n'avoir aucun effet sur le rendement anormal pour la société acquise.

Étudiant un échantillon de 159 transactions transfrontalières, Harris et Ravenscraft ont fait la régression du rendement anormal de chaque société sur un certain nombre de facteurs au niveau de l'entreprise et de l'industrie. Ils ont constaté que le rendement anormal était notablement plus élevé si l'industrie américaine faisait beaucoup de R-D et si l'acquéreur était situé au Japon, à Hong Kong, au Koweït ou en Rhodésie[19]. Cette dernière observation confirme l'habitude des sociétés étrangères de payer une prime pour contourner les problèmes culturels que pose l'implantation d'une nouvelle entreprise dans un autre pays. Mais il est étonnant qu'une variable identifiant les acquéreurs européens (Royaume-Uni exclu) n'ait pas le même effet. Si les parties à la transaction transfrontalière se situent dans des industries voisines (environ les deux tiers de l'échantillon), il y a un important rendement négatif. Ainsi donc, les primes payées pour les transactions transfrontalières entre des sociétés de domaines étrangers l'un à l'autre sont plus élevées. Ce résultat peut traduire les avantages d'un réseau international ou un paiement permettant d'avoir accès à une nouvelle technologie. La présence de l'acquéreur aux États-Unis avant la transaction en cause reste sans effet. Cette étude concorde bien avec l'approche de l'internalisation et l'effet des facteurs culturels. Cependant, un certain nombre de facteurs ont été laissés de côté, dont un qui est important, soit la différence de fiscalité entre les États-Unis et le pays de l'offreur (Harris et Ravenscraft, p. 26).

## Études d'évaluation de l'excédent

Dans quelques études, on s'est servi de la «valeur marchande excédentaire» ou de la valeur «q» pour examiner l'effet de la participation étrangère sur le prix des actions. Kim et Lyn (1986) décrivent le lien entre le rapport «q» et l'approche de la valeur excédentaire, et ils notent expressément la nécessité, pour chacune des approches, de tenir compte dans une certaine mesure de la résistance des autres sociétés à l'implantation; autrement, toute rente qui serait créée disparaîtrait à cause de la concurrence.

Errunza et Senbet (1981, 1984) reconnaissent aussi ce problème et ils se sont servis de cette approche dans leur étude de 1981. Ils définissent la valeur excédentaire comme la différence entre la valeur sur le marché et la valeur comptable des actions d'une société, en fonction du chiffre d'affaires. Ils soutiennent que des gains économiques sont réalisables dans les activités multinationales à cause des imperfections découlant de la fiscalité, des investissements immobiliers et, dans leur deuxième ouvrage, ils disent qu'il y a là un titre sur le marché qui n'existait pas auparavant. Cette dernière argumentation reflète soit une diversification du marché des capitaux, soit un complément du marché par ajout d'un nouveau titre. Si on laisse de côté les épineux problèmes de mesure de la valeur comptable des sociétés multinationales, Errunza et Senbet ont constaté, dans les données concernant des sociétés particulières, qu'il y avait une relation positive entre l'évaluation de l'excédent et la participation à des activités à l'étranger, mesurées comme la fraction des ventes assurée par les filiales étrangères. Dans leur deuxième étude, ils effectuent des rajustements pour tenir compte de la taille relative des sociétés en comparant la taille des multinationales et l'ampleur de leurs investissements à l'étranger par rapport aux moyennes. Dans les deux documents, le grand problème est l'impossibilité d'identifier la contribution des divers facteurs à l'excédent de la valeur marchande.

Kim et Lyn, en empruntant l'approche de la valeur excédentaire, avancent comme hypothèse que la valeur excédentaire d'une société particulière est une fonction de l'investissement en R-D et en publicité, du pouvoir monopolistique et de la participation internationale. Ce dernier facteur est mesuré soit par le chiffre d'affaires soit par une variable auxiliaire identifiant le nombre de filiales étrangères. Le pouvoir monopolistique est mesuré comme la marge (bénéficiaire) brute de la multinationale. En utilisant 158 multinationales américaines, Kim et Lyn ont constaté que les dépenses en R-D et en publicité ainsi que la marge brute, mais non l'étendue de la participation internationale, étaient les facteurs les plus importants pour expliquer la valeur excédentaire. Il est vrai que la R-D et la publicité doivent normalement produire la base d'où viennent les gains d'internalisation, mais le peu de poids du facteur participation internationale est intrigant.

L'approche de la valeur «q» est utilisée directement dans un document innovateur de Morck et Yeung (1989). Il s'agit d'une vérification directe d'un certain nombre de théories sur la valeur des activités multinationales, y compris la diversification, l'internalisation et la fiscalité. La contribution de cet ouvrage consiste à préciser un test de l'effet de l'internalisation. Étant donné la prémisse de cette théorie, soit que les gains correspondent à l'extension des activités à l'étranger, les auteurs introduisent un facteur qui reflète l'interaction avec l'étendue de la participation à l'étranger; les facteurs doivent fournir la base des gains incorporels: R-D et publicité.

Un échantillon de 1644 sociétés américaines, de 1976 à 1980, a été prélevé; il comprend des sociétés allant d'entreprises qui se limitent au marché intérieur (62 pour cent de l'échantillon) à d'autres qui ont d'importantes opérations à l'étranger. La plupart des sociétés ayant des activités à l'étranger se trouvent dans le sous-ensemble des sociétés ayant entre une et quatre filiales (20 pour cent); les sociétés qui en comptent plus de vingt forment 6 pour cent de l'échantillon. L'étendue de la participation à l'étranger a été mesurée en fonction du nombre de filiales ou du nombre de pays accueillant des filiales (ou bien des variables auxiliaires dérivées de ces mesures ont été utilisés). Malheureusement, la corrélation est faible entre ces facteurs et la variable qui nous intéresse vraiment: l'investissement dans les activités des filiales.

Morck et Yeung ont aussi établi que, dans l'ensemble de l'échantillon, la R-D et l'étendue des activités à l'étranger, mesurée par une variable ou l'autre, avaient un effet positif et important. La variable étendue de la participation étrangère, qui introduit l'effet d'interaction, n'est plus significative. La variable qui traduit l'interaction des activités à l'étranger et de la publicité et la variable R-D sont importantes, par contre. En ajoutant une variable de croissance de la main-d'œuvre pour évaluer la rentabilité attendue, les auteurs constatent que les variables d'interaction de la R-D avec la publicité et de la R-D avec la croissance, sont positives et significatives. Ils remarquent également que, lorsqu'on fait l'analyse de régression transversale pour chaque année, la variable utilisée pour mesurer les activités multinationales est négative et seuls les termes d'interaction sont significatifs. Ce résultat, ainsi que ceux de l'ensemble de l'échantillon, révèle que les activités multinationales sont coûteuses et, en soi, font diminuer la richesse à moins qu'elles ne s'accompagnent de facteurs d'internalisation.

## Observations sur la fiscalité

Les seules observations directes de l'effet de la fiscalité sur les flux transfrontaliers de capitaux concernent l'ensemble des investissements

étrangers direct (IDÉ) et leurs éléments, mais non les acquisitions transfrontalières en tant que telles. Slemrod (1990) passe en revue les observations empiriques sur les IDÉ aux États-Unis. Selon lui, la plupart des chercheurs remarquent que, si les investissements financés par les bénéfices non répartis des activités à l'étranger réagissent à la fiscalité du pays d'accueil, les investissements financés par de nouveaux transferts de fonds ne sont pas insensibles non plus à ce facteur[20]. Il faut ajouter que les résultats sont très divers et que les différences entre les méthodes de mesure et les périodes visées compliquent les comparaisons d'une étude à l'autre. Une nouvelle étude de Slemrod (signalée dans sa publication de 1990) fait remarquer que le taux effectif d'imposition des États-Unis a un effet négatif sur le total des IDÉ et les nouveaux transferts de fonds, mais non sur les bénéfices non répartis.

Les observations indirectes sur les acquisitions transfrontalières, exclusivement, sont sans doute ce que les études passées en revue peuvent offrir de mieux. Les résultats de Doukas et Travlos cadrent bien non seulement avec l'argument de l'internalisation, mais aussi avec l'effet de la fiscalité sur les transactions transfrontalières. Dans la mesure où les sociétés qui en sont à leur première implantation dans un pays — spécialement un pays en développement — touchent des avantages fiscaux importants (taux d'imposition plus faibles, dispositions favorables pour les pertes fiscales ou l'amortissement) ou encore des subventions ou des exonérations temporaires d'impôt, il y a un effet appréciable sur le prix de leurs actions.

Morck et Yeung fournissent également une mesure indirecte de l'influence de la fiscalité en faisant la régression de la valeur «q» sur des variables qui reflètent le nombre de filiales dans les pays développés, dans les pays en développement et dans les refuges fiscaux. Seul le nombre de filiales dans les pays développés a un effet sur la valeur «q». Il ne semble y avoir aucun avantage à investir dans les refuges fiscaux ou dans les pays en développement. Évidemment, une société peut obtenir des avantages fiscaux sans investir dans un refuge fiscal, et l'ampleur de l'effet sur la valeur «q» sera liée à l'investissement dans le pays et non pas au nombre de filiales qui s'y trouvent. De plus, la valeur «q» , comme mesure de l'incidence de tous les événements qui influent sur la richesse et les activités permanentes de l'entreprise, peut ne pas prendre en compte l'avantage spécifique procuré par le régime fiscal.

### Mode de paiement

Harris et Ravenscraft remarquent que, aux États-Unis, la proportion des offres de paiement en numéraire est bien plus élevée dans les transactions transfrontalières (88 pour cent) que dans les transactions purement intérieures (49 pour cent). Cette observation n'est guère étonnante, vu les

restrictions qui frappent les transferts en franchise d'impôt lorsqu'une société étrangère est partie à la transaction. Les lois américaines permettent par contre à ceux qui vendent des actions à des sociétés étrangères dans le cadre d'un échange d'actions d'obtenir des avantages fiscaux. Pourquoi, dans ce cas, les transactions prévoyant le paiement des actions en numéraire sont-elles beaucoup plus fréquentes?

Harris et Ravenscraft soutiennent qu'il y a plus de chances pour que le paiement se fasse en numéraire parce que les actions de l'acquéreur ne sont probablement pas négociées sur le marché américain. Cependant, pourvu que l'acquéreur ait des actions négociables en bourse dans son pays, ces titres pourraient servir à financer la transaction. En ce qui concerne les pays les plus actifs dans les transactions transfrontalières (R.-U., Canada, Allemagne, Suisse), il est peu probable que les marchés des valeurs mobilières soient imparfaits au point que la partie américaine ne veuille pas des actions de l'acquéreur. En l'absence d'importantes restrictions sur les dividendes ou de retenues fiscales, la décision de recourir à des achats en numéraire plutôt qu'à des échanges d'actions doit reposer sur d'autres fondements.

Une explication possible, liée à l'information asymétrique (signaux), est la suivante. Dans un contexte de maximisation de la richesse, la compagnie qui fait l'offre proposera l'échange d'actions lorsque sa direction estime que ses actions sont surévaluées, compte tenu de la valeur réelle de la société. En pareille circonstance, les nouveaux actionnaires acceptent des titres de prix trop élevé, ce qui constitue un transfert de richesse à ceux qui cèdent les actions. De toute évidence, lorsque la direction estime que les titres sont sous-évalués, la société paiera en numéraire. Étant donné que nous observons des échanges d'actions, et qu'ils surviennent surtout dans les fusions, d'autres facteurs doivent intervenir pour renforcer ou contredire le signal de sous-évaluation que donne le paiement en numéraire.

Si la valeur réelle de la société en cause est incertaine, elle se servira d'actions, car la valeur des actions dépendra des résultats. En choisissant l'échange d'actions, les actionnaires de la société visée courent le risque qu'il y ait surévaluation. Si la probabilité d'offre excessive est élévée en raison d'informations asymétriques, les actions seront utilisées pour couvrir le risque. Lorsqu'il n'y a pas de risque parce qu'il est peu probable que l'offre soit excessive, le paiement se fait en numéraire.

Comment se fait-il qu'un grand nombre de transactions transfronta lières, particulièrement aux États-Unis, soient réglées en numéraire? Premièrement, l'émission de titres dans le pays d'accueil peut être coûteuse ou la liquidité du marché peut être insuffisante pour permettre aux actionnaires de la société visée de liquider leur position sans subir des frais de transaction importants. Deuxièmement, l'utilisation d'actions force les actionnaires de la société visée à accepter dans leur portefeuille de placements

le risque de change. Enfin, elle peut rendre les fusions transfrontalières plus difficiles, les actionnaires de la société visée ayant du mal à contrôler la direction, à évaluer le risque de l'acquéreur et à déterminer si les actions sont surévaluées ou sous-évaluées. L'utilisation de numéraire fait disparaître ce risque.

## CONCLUSIONS

LES CONCLUSIONS énoncées ici ne sont que provisoires. Nous soulevons un certain nombre de questions au sujet de l'effet possible de la fiscalité sur les transactions transfrontalières. Néanmoins, compte tenu de la rareté des données, aucune des propositions avancées n'a pu être vérifiée.

Quoi qu'il en soit, la revue des études consacrées à ces questions et des dispositions fiscales applicables aux transactions transfrontalières a fourni une vue d'ensemble utile pour poursuivre les recherches dans ce domaine. Voici quelques questions qu'il serait utile d'étudier:

1. Dans quelle mesure les impôts sur les acquisitions transfrontalières font-ils augmenter ou diminuer le nombre des acquisitions?
2. Les implantations entièrement nouvelles sont-elles moins intéressantes que l'acquisition d'une société existante pour des motifs tant fiscaux que non fiscaux?
3. Jusqu'à quel point la formule de la filiale est-elle privilégiée pour les acquisitions étrangères? Cette préférence tient-elle à la fiscalité ou à d'autres facteurs?
4. Comment se fait-il que le paiement d'actions en numéraire soit si courant pour les acquisitions transfrontalières aux États-Unis alors que le régime fiscal favorise l'échange d'actions?
5. Les emprunts sont-ils contractés dans le pays où le taux nominal d'imposition et l'inflation sont les plus élevés pour financer les acquisitions transfrontalières?

Toutes ces questions ont été abordées dans le présent exposé, mais il est clair, du moins à nos yeux, qu'il reste beaucoup de travail à faire pour constituer les bases de données nécessaires à la vérification des diverses hypothèses.

## NOTES

1. L'étude de Halpern et Mintz (1991) présente une revue des travaux portant sur les caractéristiques de la fiscalité aux États-Unis et au Canada.
2. L'évolution du prix des actions dépendra évidemment de l'importance des gains rendus possibles par l'acquisition, par rapport à la taille de l'entreprise. Une acquisition assurant à la société mère un rendement élevé, selon les prévisions, peut ne rien changer au prix des actions, si ce gain est modeste comparé à la valeur de l'actif net de l'acquéreur.
3. Cette argumentation originale en faveur des acquisitions internationales était liée à la conviction que les investisseurs qui se limitaient au marché intérieur ne pouvaient arriver à constituer des portefeuilles d'investissements semblables à ceux des multinationales. Errunza et Senbet (1984) ont élargi cette argumentation, soutenant que ces acquisitions donnent au marché des capitaux un avantage qui n'existait pas auparavant. Le résultat net devrait être une réduction du risque que présentent les actions de multinationales.
4. Cette argumentation laisse croire que les multinationales acquièrent des rentes économiques et améliorent leurs ressources d'autofinancement en exploitant les imperfections des marchés des produits et des facteurs de production. Il y a peut-être une part de vérité dans cette affirmation, mais elle ne permet pas d'expliquer l'implantation dans des pays développés par l'acquisition de sociétés dans ces pays. C'est là la tendance observée dans les transactions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis.
5. Selon cette position, aussi appelée hypothèse de l'internalisation, les actifs incorporels comme les compétences en production, en commercialisation et en finance et l'achalandage peuvent être utilisés sans que s'exercent des contraintes sur la capacité de production à l'intérieur de la société. Comme leur valeur pour la société augmente directement avec leur utilisation, ils englobent un élément de bien public. Les actifs incorporels peuvent comprendre les investissements en recherche-développement et en publicité. Les actifs brevetés sont transférés et non vendus, car la société qui fait le transfert veut éviter que l'information ne soit utilisée autrement qu'à son avantage exclusif. En optant pour des activités à l'étranger plutôt que pour la vente d'actifs ou l'octroi de licences, on peut profiter d'économies d'échelle dans l'utilisation des actifs incorporels sans réduire les ressources d'autofinancement dans le pays de la société mère.
6. Parmi les exemples donnés par Sadeque (1990), on remarque Singapour, qui autorise des déductions fiscales pour les pertes subies

à l'étranger, et la France, dont le régime permet à certaines entreprises françaises établies à l'étranger de payer moins d'impôt.

7. Les autres impôts, par exemple l'impôt sur le revenu des particuliers, les charges sociales et les taxes de vente, n'ont aucune influence sur les décisions d'investissement si la charge en retombe sur les particuliers, les travailleurs et les consommateurs, peu importe où se fait l'investissement. Selon notre hypothèse, ces impôts n'influent en rien sur le choix des lieux d'investissement dans les économies ouvertes. Seulement les impôts sur le capital, comme l'impôt sur les bénéfices des sociétés, l'impôt sur le capital libéré, les impôts fonciers et la taxe de vente sur les biens d'équipement, ont une incidence sur le coût du capital. Les taux effectifs d'imposition présentés plus loin concernent uniquement l'impôt sur les bénéfices des sociétés, car nous ne possédons aucune donnée permettant de tenir compte des autres impôts ou taxes dans les calculs. Quoi qu'il en soit, nous doutons fort que nos conclusions, selon lesquelles l'imposition est plus lourde au Canada, seraient grandement modifiées s'il était tenu compte d'autres impôts sur le capital.
8. Au tableau 3, les calculs du taux effectif d'imposition à l'intérieur du pays ne tiennent pas compte de l'imposition des flux transfrontaliers de revenus. McKenzie et Mintz estiment les taux effectifs d'imposition des multinationales dans des circonstances diverses (crédit d'impôt excédentaire ou déficitaire). Ces taux sont présentés plus loin.
9. En général, la valeur actuelle des impôts réduits en raison de déductions pour amortissement plus élevées sur la valeur majorée des actifs, est inférieure à l'impôt supplémentaire payé par le vendeur. Voir en annexe les explications sur les exceptions à cette règle.
10. Comme il est expliqué en annexe, les règles canadiennes sont légèrement moins restrictives que les règles américaines lorsqu'il y a changement important de propriété. Le fisc américain restreint l'utilisation des pertes d'exploitation antérieures à l'acquisition en appliquant une limite des gains égale à un taux d'intérêt multiplié par la valeur de l'avoir acheté.
11. Cette affirmation suppose que la société mère est en situation de crédit pour impôt déficitaire. S'il y a excédent, aucun impôt n'est dû au gouvernement américain, si bien qu'il suffit de tenir compte de l'impôt canadien.
12. Le coût des stocks des multinationales en situation de crédit d'impôt déficitaire n'a pas été pris en compte. Par conséquent, les taux effectifs d'imposition au Canada, au tableau 4, semblent plus faibles qu'ils ne devraient l'être, par rapport aux taux américains, car le principal avantage fiscal du régime américain, selon les observations de

McKenzie et Mintz (1990), est la méthode DEPS de valorisation des stocks autorisée aux États-Unis.

13. Des règles spéciales au Wyoming et en Alberta permettent les fusions de sociétés américaines et canadiennes.
14. En fait, les impôts sur les gains en capital peuvent s'appliquer si la dette aux États-Unis est contractée par la société mère canadienne. Nous supposons que la dette est contractée par un contribuable américain. Nous ne tenons pas compte du cumul des déductions pour intérêt qui se produit lorsque des sociétés contractent des dettes dans deux pays pour financer le même investissement en acheminant les revenus d'intérêt par l'entremise d'un tiers pays qui est un refuge fiscal.
15. Dans un contexte de parité du pouvoir d'achat, l'appréciation de la devise américaine ($x$) est égale au taux d'inflation canadien moins le taux d'inflation américain. L'égalité des taux d'intérêt nominaux, rajustés en fonction de l'appréciation de la devise américaine, suppose que les taux d'intérêt réels sont identiques.
16. La condition nécessaire pour obtenir ce résultat est plus compliquée, car il faut tenir compte de la position du prêteur, qui est imposé sur ses revenus d'intérêts nominaux. Comme il est expliqué dans les études, la hausse du taux d'inflation peut entraîner l'augmentation des taux d'intérêt nominaux, tout dépendant du taux de l'impôt personnel du prêteur. Pour que le coût réel de la dette diminue avec l'inflation, il faut que les taux d'intérêt nominaux augmentent de moins de un divisé par le taux d'imposition des sociétés. De façon générale, cette condition est remplie sur les marchés de capitaux en équilibre dans les économies ouvertes (voir Boadway, Bruce et Mintz, 1984, et Gordon, 1986).
17. Leechor et Mintz (1991) déduisent les conditions exactes à remplir pour obtenir ce résultat. Celui-ci tient à la façon dont le bénéfice imposable est mesuré par le fisc canadien, par rapport à la mesure employée par le fisc américain, dans la définition du bénéfice de la filiale canadienne.
18. Schipper et Thompson (1983) soutiennent que le marché des capitaux prend en compte l'information sur une compagnie qui entame une période de croissance par le recours à des fusions dans le pays. Morck et Yeung (1989) disent qu'un signal analogue qui sera reflété dans le prix des actions peut être présent dans les transactions transfrontalières.
19. Cet ensemble de sociétés est ce qui demeure une fois pris en compte les pays européens, le Canada, l'Australie et le Royaume-Uni.
20. Cette opinion a été avancée par Hartman (1985), qui soutient que seuls les taux d'imposition dans le pays d'accueil influent sur les investissements financés par les bénéfices non répartis. Dans un document

récent (1990), Leechor et Mintz montrent que l'argumentation de Hartman est inexacte si les bases d'imposition utilisées par les pays d'accueil et d'origine pour la filiale ne sont pas semblables. Les régimes des deux pays influent sur les investissements financés par les bénéfices non répartis de la filiale.

## ANNEXE

LA PRÉSENTE ANNEXE donne quelques détails sur les dispositions fiscales se rapportant à l'exposé qui précède. Elle donne un résumé, d'abord pour les acquisitions canadiennes aux États-Unis et ensuite pour les acquisitions américaines au Canada.

### ACQUISITIONS CANADIENNES D'ENTREPRISES AMÉRICAINES

#### Traitement des ventes et achats d'actifs

**Impôts américains sur la vente et l'achat d'actifs** Si une société canadienne veut établir une entreprise aux États-Unis, elle peut acheter des actifs comme des bâtiments et du matériel qui sont vendus par des sociétés américaines. Pour évaluer l'effet des impôts qui frappent les investissements aux États-Unis, il convient d'examiner les impôts prélevés sur ceux qui vendent des immobilisations. Les considérations fiscales pertinentes, aux États-Unis, sont les suivantes:

**Récupération de l'amortissement** Lorsqu'un contribuable américain vend un actif amortissable, la vente de cet actif est imposée de la manière suivante: un impôt est prélevé au taux prévu par la loi sur la différence entre le prix de vente et la valeur non amortie de l'actif[1]; si la différence est négative, le montant est traité comme une perte ordinaire. Le vendeur perd également les déductions pour amortissement qui restent après la cession de l'actif.

L'acheteur peut amortir l'actif à la valeur d'achat ou, comme on dit couramment, à la valeur majorée de l'actif. Aux termes des lois américaines en vigueur, la valeur actuelle des déductions pour amortissement consenties à l'acheteur est inférieure à l'impôt sur l'amortissement récupéré et à la valeur fiscale des déductions pour amortissement perdues que pouvait faire le vendeur lorsque l'actif a été liquidé à un prix supérieur à sa valeur non amortie. Un impôt supplémentaire est donc perçu si un actif est vendu avec profit[2].

**Impôt sur les gains en capital** À la vente d'actifs non amortissables ou financiers, le vendeur paie l'impôt sur les gains en capital. Comme on l'a expliqué plus haut, les gains en capital que touche une société sont pleinement imposés au taux applicable aux bénéfices des sociétés aux États-Unis. Si la vente de l'actif se solde par une perte, celle-ci ne peut être déduite que des gains en capital, et elle peut être reportée sur un maximum de trois années avant et de cinq années après l'année considérée.

**Répartition du produit de la cession d'actifs entre les actionnaires** Si le revenu provenant de la vente d'actifs est réparti, il peut être imposé

comme dividende et doit être intégralement déclaré dans le revenu du contribuable. Si l'actionnaire est une autre société américaine, 80 pour cent des dividendes échappent à l'impôt. Cependant, si la société a épuisé ses réserves et que la répartition a pour effet de réduire son capital libéré, aucun impôt sur le revenu des particuliers ne peut s'appliquer au montant réparti. Si l'actionnaire est un Canadien non résidant, une retenue fiscale peut s'appliquer au dividende versé au Canada. Les bénéfices d'une succursale canadienne sont aussi frappés par la retenue fiscale américaine.

**Cession d'actifs à la liquidation** Si les actifs sont achetés à une société qui n'appartient pas à l'acheteur et que la société est liquidée, des impôts sont généralement payés sur les gains en capital et la récupération de l'amortissement pour les actifs cédés par les sociétés en liquidation[3]. (Il sera question plus loin d'une exception dans les cas de liquidation de filiales contrôlées par la société mère.)

**Impôt canadien payé sur les revenus américains** Une société qui s'implante sur le marché américain paie des impôts sur ses revenus d'origine américaine, tout dépendant de la forme d'entreprise créée aux États-Unis. Les sociétés canadiennes paient des impôts sur les revenus d'origine étrangère des entreprises qu'elles contrôlent et qui sont actives aux États-Unis, et elles obtiennent un crédit au titre de l'impôt américain sur les bénéfices des sociétés et de la retenue fiscale perçue par les États-Unis sur le revenu rapatrié au Canada[4]. Si les crédits au titre de l'impôt étranger sont supérieurs aux impôts canadiens à payer sur le revenu étranger admissible, ces crédits, s'ils sont associés à des revenus d'entreprise, peuvent être reportés sur trois ans avant l'année d'imposition et sur cinq ans après. Par contre, s'ils concernent des revenus qui ne proviennent pas d'une entreprise (par ex., cession d'actifs), aucun report n'est permis, ni sur les années précédentes, ni sur les années suivantes.

En outre, une disposition de la législation fiscale canadienne (article 110.5) autorise les sociétés à créer une perte qui peut être reportée sur sept ans en déclarant un revenu fictif d'origine étrangère, provenant d'une entreprise ou non, pendant l'année en cours. En déclarant un revenu additionnel d'origine étrangère, la société peut utiliser tous ses crédits pour impôt à l'étranger pendant l'exercice en cours. Cette disposition peut être particulièrement importante pour le revenu provenant de la cession d'actifs. Pour le revenu provenant d'une entreprise, cette disposition facultative du régime fiscal canadien permet en fait aux sociétés canadiennes de reporter pendant un maximum de 14 ans les crédits pour impôt étranger.

La législation fiscale canadienne fait une distinction entre les succursales et les filiales. Dans le cas des premières, l'impôt est prélevé sur tous les bénéfices réalisés, qu'ils soient rapatriés au Canada ou non. Il est donc possible qu'un impôt supplémentaire, à payer au Canada, soit dû sur les

investissements de la succursale aux États-Unis. Néanmoins, si une succursale essuie une perte aux États-Unis, cette perte peut servir à réduire les impôts à payer au Canada sur le revenu provenant du monde entier, disposition qui peut être un facteur important au démarrage de l'entreprise.

Les sociétés canadiennes peuvent aussi créer des filiales aux États-Unis. Dans ce cas, seuls les revenus versés par la filiale sont imposables. Pour les filiales des États-Unis (et d'autres pays signataires de traités), une autre source importante de revenus d'origine étrangère peut échapper à l'impôt canadien. Si la filiale est étrangère (possédant plus de 10 pour cent de n'importe quelle catégorie d'actions), les dividendes peuvent être versés au Canada en franchise d'impôt. (Aucun crédit d'impôt n'est accordé au titre de l'impôt américain.) De plus, lorsque les dividendes sont versés par la société mère canadienne à l'actionnaire canadien, l'investisseur peut demander un crédit d'impôt au titre des dividendes pour compenser partiellement l'impôt américain sur le revenu des sociétés. Ainsi, le revenu sous forme de dividendes gagné par une filiale aux États-Unis peut être exonéré de l'impôt canadien. Par contre, les pertes subies par la filiale ne peuvent pas servir directement à réduire les revenus de la société mère provenant du monde entier.

Par conséquent, les sociétés qui décident de s'implanter aux États-Unis doivent choisir entre deux formes d'organisation, succursale ou filiale. Les conséquences fiscales de ce choix diffèrent également sur d'autres plans, par exemple en ce qui concerne le traitement de l'intérêt et de la vente d'actifs. Ces questions, abordées plus loin, doivent être prises en compte par les sociétés qui envisagent de créer une entreprise nouvelle ou de faire des acquisitions.

## Acquisition ou fusion

Pour prendre le contrôle d'une entreprise existante, l'acquéreur peut échanger ses actions contre des actions de la société qui est acquise ou payer les actions en numéraire pour que l'argent soit remis aux actionnaires. Il est aussi possible que la société mère et la société acquise, une fois que le contrôle dépasse les 80 pour cent, soient réorganisées, souvent en franchise d'impôt comme il est expliqué plus loin.

**Facteurs relatifs à l'impôt américain** Des règles spéciales s'appliquent selon qu'une société acquiert plus de 50 ou de 80 pour cent des actions d'une autre. Ces règles ont un effet sur les impôts payés au titre de la récupération de l'amortissement ou des gains en capital et sur les pertes fiscales détenues par la société qui est acquise.

**Report de l'impôt sur la récupération de l'amortissement et les gains en capital** Aux termes de la loi américaine, une société qui achète au

moins 50 pour cent des actions d'une autre société a le droit de considérer les actifs de cette autre société comme transférés en franchise d'impôt pourvu que la transaction ne passe pas pour une manoeuvre d'évitement de l'impôt. De plus, des réorganisations exonérées d'impôt sont possibles si les actionnaires de la société acquise maintiennent la «continuité d'intérêt» et si la réorganisation satisfait au critère de la «continuité de l'entreprise». Aucun impôt sur la récupération de l'amortissement ou sur les gains en capital n'est payé et les actifs de la société acquise sont transférés à leur coût antérieur à l'acquisition sans majoration à la valeur marchande.

Les actionnaires de la société acquise peuvent également être touchés, selon la forme d'acquisition. Si l'acheteur les paie en numéraire, l'impôt frappe les gains en capital qui sont réalisés et inclus dans les revenus[3]. Par contre, s'il y a échange des actions de l'acquéreur contre celles de la société acquise, les gains en capital sont différés jusqu'à ce que les actionnaires vendent ces actions.

Les sociétés qui prennent plus de 80 pour cent du contrôle de la société acquise peuvent décider de traiter l'acquisition comme si les actifs avaient été achetés et la société liquidée (article 338). Si elles font ce choix, la valeur des actifs est portée à leur valeur marchande et elles doivent payer les impôts sur la récupération de l'amortissement et les gains en capital. Comme on l'a déjà dit, les acquéreurs ont peu à gagner en ce moment, aux États-Unis, en utilisant cette formule, car il y a plus d'impôt à payer sur la valeur actuelle si le prix des actifs est relevé. Il y a toutefois une exception: lorsque la valeur marchande des actifs d'une société est inférieure à leur valeur non amortie.

**Pertes fiscales** Lorsqu'une société en acquiert une autre aux États-Unis, il est important de savoir dans quelle mesure les pertes fiscales des deux entités qui sont antérieures à l'acquisition peuvent être déduites des revenus de l'une ou de l'autre. Lorsque la déduction est autorisée, il y a gain, en valeur actualisée, si les pertes peuvent être utilisées plus rapidement.

La législation fiscale américaine est devenue plus restrictive en ce qui concerne l'utilisation des pertes d'exploitation nettes (PEN) et d'autres reports au moment des acquisitions. Un acquéreur peut regrouper les nouveaux bénéfices ou pertes de la société acquise s'il en devient propriétaire à plus de 80 pour cent et satisfait au critère de la continuité de l'entreprise. Par contre, toute déduction des PEN peut être refusée si les actionnaires qui vendent des actions ne conservent qu'une participation limitée dans la société acquise (moins de 20 pour cent). En vertu de la récente réforme fiscale, les PEN d'une société qui a subi un important changement de propriété sont restreintes en fonction d'une «limite de gains». Si un changement de propriété de 5 pour cent des actionnaires donne globalement plus de 50 pour cent, les PEN de l'acquéreur antérieures à l'acquisition

réclamées chaque année ne peuvent être supérieures à la valeur des actions ordinaires de la société acquise (rajustée pour tenir compte de l'actif passif) multipliée par le taux d'intérêt fédéral à long terme, sans impôt. De plus, les acquéreurs doivent poursuivre les activités au moins deux ans, et les pertes antérieures à l'acquisition ne peuvent être déduites que des revenus de la société acquise. (Le revenu produit par les nouveaux actifs doit être transféré à l'acquéreur.) Enfin, les déductions de l'intérêt sur la dette contractée pour acheter plus de 50 pour cent des actions d'une société qui entraînent la hausse ou la création de pertes d'exploitation nettes ont pour effet d'empêcher le report de la perte sur les années antérieures[6].

**Incidence de l'impôt canadien sur les acquisitions aux États-Unis** L'impôt à l'acquisition de sociétés américaines dépend de la forme d'organisation que l'acquéreur canadien choisit pour ses activités américaines, succursale ou filiale. Comme on l'a dit plus haut, les revenus de la succursale sont imposables au Canada comme revenu d'origine étrangère. Les pertes des succursales peuvent servir à réduire les impôts sur le revenu provenant du monde entier. Le revenu d'une filiale est imposable lorsqu'il est remis à la société mère, sauf en ce qui concerne les dividendes de filiales étrangères qui échappent au fisc canadien.

Dans certaines circonstances, une société mère canadienne peut jouir d'avantages fiscaux non offerts à une société américaine lors de l'acquisition d'actifs aux États-Unis. Ainsi, comme on l'explique plus haut, il n'y a guère d'avantages en ce moment, aux États-Unis, à majorer la valeur des actifs, aux termes de l'article 338. Toutefois, une succursale canadienne peut constater qu'il est préférable de procéder à cette majoration. Ce peut être le cas, par exemple, si la valeur fiscale des déductions pour amortissement réclamées par la société mère est plus élevée que l'impôt du vendeur américain, le taux d'imposition étant plus élevé au Canada que celui de l'impôt que l'investisseur américain doit payer.

Les sociétés canadiennes peuvent profiter d'un autre avantage lorsqu'elles se départissent d'actifs aux États-Unis. Si un résident canadien cède les actions d'une filiale, les gains en capital réalisés sur les actions vendues peuvent échapper à l'impôt américain en vertu de la législation américaine ou du traité canado-américain. Le produit de la vente d'actions d'une filiale étrangère peut être en partie traité comme un dividende exonéré d'impôt plutôt que comme le produit d'une cession. Dans certains cas, le gain est traité comme un dividende, même si celui-ci n'est pas réellement versé, ce qui permet à la société mère d'éviter de payer la retenue fiscale américaine.

Dans d'autres circonstances, la société canadienne peut souffrir de certains désavantages. Les pertes fiscales américaines d'une société acquise qui sont antérieures à l'acquisition ne peuvent être déduites des revenus

de la société mère au Canada. Pour utiliser ces pertes, la société mère peut devoir transférer les actifs productifs de revenus à la filiale ou à la succursale américaine.

Si la société canadienne cède les actifs d'une succursale, américaine ou canadienne, elle peut avoir à payer des impôts sur la récupération de l'amortissement et sur les gains en capital (avec le crédit applicable au titre des impôts américains). La société canadienne peut réduire l'impôt canadien à la cession d'actifs amortissables aux États-Unis si les établissements canadien et américain sont exploités comme une seule entreprise. Dans ce cas, les actifs américains et canadiens sont détenus comme un seul ensemble: la cession d'actifs aux États-Unis pourrait réduire les déductions pour amortissement sur l'ensemble des actifs sans qu'il y ait récupération de l'amortissement.

## Déduction des frais d'intérêt

Lors d'une acquisition, la société canadienne a le choix de contracter un emprunt au Canada ou aux États-Unis. Si elle contracte l'emprunt au Canada pour financer l'acquisition d'actions de sociétés américaines, elle peut déduire les frais d'intérêt de ses bénéfices imposables. La filiale américaine peut aussi déduire les frais de l'intérêt sur la dette contractée aux États-Unis, mais en respectant les nouvelles règles sur la capitalisation restreinte. Selon ces règles, la déduction de certains frais peut être refusée au titre de la créance détenue par un étranger qui a plus de 50 pour cent du contrôle ou de la propriété des actions d'une société américaine. Pour que la déduction des frais d'intérêt soit refusée, il faut que le contribuable soit imposé à taux réduit ou nul (retenue fiscale), le ratio d'endettement doit dépasser trois sur deux et les frais nets d'intérêt doivent dépasser 50 pour cent du revenu imposable rajusté plus le revenu imposable non utilisé des trois années antérieures. Lorsque la déduction des frais d'intérêt est refusée, ils sont traités comme des dividendes, et la retenue fiscale s'y applique comme aux dividendes. L'amortissement financier est également traité comme un dividende qui ne sera exonéré de la retenue fiscale que si les dividendes versés par le passé ont dépassé les réserves accumulées.

Une société mère canadienne peut, lorsqu'elle achète des actifs par l'intermédiaire d'une succursale aux États-Unis, déduire les intérêts sur les emprunts de son revenu imposable aux États-Unis si l'emprunt est contracté aux États-Unis. Il peut toutefois y avoir une limite aux frais d'intérêt déductibles aux fins d'impôt aux États-Unis. Les autorités américaines peuvent refuser les déductions de la succursale en attribuant les déductions à la société mère au Canada en fonction de la répartition des actifs aux États-Unis et dans d'autres pays. De plus, la société mère cana-

dienne peut ne pas être autorisée à déduire les frais d'intérêt contractés aux États-Unis de son bénéfice imposable au Canada.

La société mère peut déduire l'intérêt sur la dette de son bénéfice imposable au Canada si la dette a été contractée au Canada. Pourvu que la société emprunte des fonds pour gagner un revenu, les déductions d'intérêt au Canada au titre d'investissements faits aux États-Unis sont déductibles. Mais ces déductions sont refusées si la société mère ne prévoit pas de bénéfices sur ses investissements aux États-Unis. Par exemple, si une société mère consent un prêt à sa filiale et que les frais d'intérêt sur l'emprunt, nets de la retenue fiscale américaine, sont moindres que les frais du financement par emprunt subis par la société mère, la déduction peut être refusée.

## Acquisitions américaines d'entreprises canadiennes

Nous nous penchons maintenant sur les effets fiscaux des acquisitions américaines d'entreprises canadiennes. Notre exposé sur la question sera plus bref, car beaucoup d'aspects analogues ont été abordés dans la section précédente, consacrée aux acquisitions canadiennes aux États-Unis.

### Traitement des ventes et achats d'actifs

Si une société américaine envisage de s'implanter au Canada, les dispositions fiscales canadiennes et américaines applicables aux revenus d'origine étrangère influent sur ses décisions.

**Facteurs relatifs à l'impôt canadien** Si la société américaine met sur pied une nouvelle entreprise en achetant les actifs de sociétés canadiennes sans acquérir une autre société, les règles fiscales suivantes s'appliquent.

**Récupération de l'amortissement** Il y a un certain nombre de différences importantes entre les États-Unis et le Canada relativement à la récupération de l'amortissement. Le régime fiscal canadien permet généralement aux sociétés de regrouper les actifs aux fins du calcul pour établir l'amortissement de la valeur globale d'une catégorie d'actifs. Si une société vend un actif, le produit de la vente est d'abord déduit de la valeur globale de la catégorie. En fait, le vendeur perd la valeur actuelle des déductions sur la valeur non amortie. Par contre, si le produit de la vente est supérieur à la valeur résiduelle de la catégorie, la récupération de l'amortissement se fait de la manière suivante.

— Si le prix de vente est inférieur au coût initial de l'actif (rajusté en fonction du crédit d'impôt à l'investissement), la différence entre le prix

de vente et la valeur non amortie de l'actif est entièrement ajoutée au bénéfice imposable.
— Si le prix de vente est supérieur au coût initial de l'actif, la différence entre ce coût initial et la valeur non amortie est entièrement ajoutée au bénéfice tandis que la différence entre le prix de vente et le coût initial est traitée comme un gain en capital, dont les trois quarts sont ajoutés au bénéfice.
— Si le prix de vente est inférieur à la valeur non amortie, la différence est traitée comme une perte finale et est déductible du revenu.

Ainsi, lorsque des actifs sont transférés d'une société à une autre, l'impôt dépend du prix de vente, du coût initial et de la valeur non amortie de l'actif, ainsi que de l'importance de la catégorie d'actifs, lorsqu'est vendu un actif faisant partie de cette catégorie. Il peut dépendre aussi des différences des taux d'imposition des bénéfices applicables aux deux sociétés qui échangent des actifs. Pour l'instant, supposons que ces taux soient identiques pour les deux parties à la transaction.

Les conclusions sont les suivantes:

— Si la valeur de la catégorie d'actifs est simplement réduite après la cession, les économies d'impôt pour l'acheteur qui peut amortir l'actif à un prix plus élevé sont égales aux impôts supplémentaires payés par le vendeur.
— Si le prix de vente est supérieur à la valeur non amortie de l'ensemble de la catégorie, mais inférieur au coût initial, le vendeur paiera un impôt supérieur aux économies d'impôt de l'acheteur.
— Lorsque le prix de vente est supérieur au coût initial, le vendeur paie un impôt plus ou moins élevé que les économies réalisées par l'acheteur. Cela dépend du rythme de l'amortissement des actifs: plus il est rapide, plus il est probable que la valeur actuelle des économies d'impôt, pour l'acheteur qui déduit l'amortissement, sera supérieure à l'impôt sur les gains en capital prélevé sur la différence entre prix de vente et coût initial.

La situation est compliquée par les différences de taux d'imposition des bénéfices dans les diverses provinces ainsi que par les différences de taille et de secteur d'activité des sociétés, les bénéfices réalisés dans les secteurs de la fabrication et de la transformation étant imposés moins lourdement que ceux des autres secteurs. Si le taux d'imposition est plus élevé pour l'acheteur que pour le vendeur et si l'actif est utilisé dans un autre secteur d'activité (par ex., passage de la fabrication à un autre secteur ou changement de lieu), les économies d'impôt réalisées par l'acheteur peuvent être supérieures à l'impôt supplémentaire payé par le vendeur.

**Imposition des gains en capital** Dans le cas des actifs non amortissables, le vendeur paie l'impôt sur les gains en capital lors de la vente de l'actif: les trois quarts des gains en capital sont ajoutés au revenu. S'il y a perte en capital, celle-ci peut être reportée sur trois ans avant l'année d'imposition ou sur les années à venir (sans limite de temps), mais seulement en déduction des gains en capital.

**Répartition entre les actionnaires du produit de la cession d'actifs** Si le produit de la cession d'un actif est réparti comme dividende entre les actionnaires de la société, ce dividende peut être considéré comme imposable ou non. En général, le dividende que touchent des particuliers est imposable, mais un crédit d'impôt pour dividende est accordé au titre de l'impôt déjà payé par la société. Toutefois, les actionnaires de sociétés privées peuvent choisir de déclarer que le dividende est un dividende en capital, ce qui en fait un dividende admissible, exonéré de l'impôt sur le revenu des particuliers, la perte du crédit d'impôt pour dividende étant prise en compte. Les dividendes versés à une autre société échappent également au fisc.

Lorsque le revenu est remis à un Américain non résidant, le montant peut être traité comme un dividende frappé par une retenue fiscale canadienne de 15 pour cent (10 pour cent si le paiement est fait à une société mère américaine). Les bénéfices d'une succursale américaine au Canada sont également soumis à un impôt de 10 pour cent. En outre, la première tranche de 500 000 $ de bénéfices non répartis des succursales échappe à la retenue fiscale canadienne au Canada.

**Facteurs relatifs à l'impôt américain** Le régime fiscal américain traite les gains d'origine étrangère des succursales de multinationales américaines de manière analogue à ce que fait le régime canadien, mais le traitement des gains des filiales est fort différent. Les États-Unis imposent les revenus venant de tous les pays du monde comme un tout. Les revenus gagnés à l'étranger sont regroupés et un crédit d'impôt au titre des impôts payés à l'étranger est déductible de l'impôt américain[7]. L'impôt s'applique aux bénéfices des succursales réalisés à l'étranger ainsi qu'au revenu remis, y compris les dividendes payés par les filiales étrangères de sociétés américaines. Lorsque des dividendes sont remis par une filiale américaine, les retenues fiscales et les impôts sur les bénéfices des sociétés censément payés dans le pays étranger sont déductibles de l'impôt à payer aux États-Unis au titre des revenus d'origine étrangère. Tout comme dans le régime canadien, lorsque les crédits sont supérieurs à l'impôt à payer aux États-Unis, ils peuvent être reportés sur les deux années antérieures ou les cinq ans qui suivent.

Le traitement des pertes à l'étranger est très compliqué aux termes des règles américaines. Le principe essentiel est que les pertes acquises à

l'étranger doivent d'abord être appliquées aux gains d'origine étrangère *avant* d'être déduites des revenus réalisés aux États-Unis. La perte acquise doit être étalée sur divers postes selon la répartition, entre ces postes, du revenu gagné. De plus, les pertes acquises à l'intérieur des États-Unis peuvent être déduites des revenus d'origine étrangère de manière proportionnelle, *après* déduction des pertes subies à l'étranger.

## Acquisition ou fusion

Au lieu de mettre sur pied une nouvelle entreprise, les sociétés américaines peuvent acquérir une société canadienne. Là encore, nombre des aspects fiscaux à prendre en considération sont semblables à ceux dont il faut tenir compte pour les acquisitions canadiennes d'entreprises américaines. Il y a toutefois d'importantes distinctions à faire entre les deux catégories de transactions transfrontalières.

**Facteurs relatifs à l'impôt canadien** En général, une société canadienne peut en acquérir une autre en franchise d'impôt, et le coût des actifs peut être reporté à la valeur historique antérieure à l'acquisition. Les sociétés ont la liberté de choisir ce transfert en franchise, qui n'est pas obligatoire. Les conséquences du transfert sont les suivantes:

**Impôt sur la récupération de l'amortissement et sur les gains en capital** Lors de l'achat d'une société canadienne, les impôts sur l'amortissement récupéré et sur les gains en capital peuvent être reportés si l'acquéreur réside au Canada. Il faut comparer les économies d'impôt ainsi réalisées avec les pertes subies par l'acheteur si la valeur des actifs est majorée aux fins de l'amortissement. Comme on l'a déjà expliqué, le transfert en franchise d'impôt n'est pas nécessairement avantageux pour le vendeur et l'acheteur, et on peut fort bien ne pas y recourir.

Les transferts en franchise d'impôt sont également possibles lorsqu'il y a fusion de deux sociétés canadiennes ou qu'une société canadienne possédant au moins 90 pour cent de ses actions est liquidée et que ses actifs sont transférés à la société mère. Si la société liquidée n'est pas canadienne, la liquidation entraîne le prélèvement d'impôts canadiens sur les biens immeubles, car aucun transfert en franchise d'impôt n'est possible dans ce cas. Il s'agit d'une considération importante si la société mère américaine souhaite liquider une succursale pour ensuite créer une filiale. De plus, si une société canadienne est liquidée et vendue à une société mère non résidante, le transfert d'actifs en franchise d'impôt n'est pas permis.

Il est possible que des biens non amortissables soient vendus et que leur valeur soit portée à leur juste valeur marchande sans qu'il y ait impôt

sur les gains en capital. Il faut que la société soit liquidée immédiatement après l'acquisition par une société canadienne. (La majoration n'est généralement pas autorisée pour les sociétés non résidantes, si ce n'est dans certaines situations décrites plus loin.) Le coût des immobilisations non amortissables peut être accru dans la mesure où le coût de tous les actifs possédés par la filiale liquidée, nets de toute dette, est inférieur au prix d'achat des actions.

Les acquéreurs peuvent, sous réserve de certaines restrictions, utiliser les pertes fiscales antérieures à l'acquisition. Les pertes autres qu'en capital doivent être utilisées dans les sept ans et déduites du revenu admissible des sociétés après l'acquisition, comme on l'explique plus bas. Les pertes en capital, normalement reportables indéfiniment et déductibles des gains en capital, ne peuvent être déduites s'il y a changement de contrôle.

Pour utiliser les pertes autres qu'en capital antérieures à l'acquisition, les sociétés doivent satisfaire à deux critères. Premièrement, elles doivent poursuivre les activités dans le même secteur et, deuxièmement, il doit y avoir un changement de contrôle faisant passer plus de 50 pour cent des actions avec droit de vote de la société acquise à l'acquéreur. Les pertes peuvent être déduites seulement (i) du revenu gagné dans le secteur d'activité maintenu de manière substantielle (terme défini pour décrire une activité qui continue de rapporter 90 pour cent du revenu habituel ou plus) et (ii) des gains en capital excédant les pertes en capital et les pertes d'entreprise admissibles.

Le transfert de contrôle peut rendre plus difficile le report des déductions inutilisées. Dans le régime fiscal canadien, un certain nombre de déductions, par exemple au titre de l'amortissement et de l'exploration, sont laissées à la discrétion de la société, qui peut les reporter sur une période indéterminée au lieu de devoir déclarer une perte. La société acquise doit se prévaloir des déductions avant le transfert de contrôle. Par conséquent, des pertes peuvent être créées par des déductions obligatoires qui tombent sept ans après le transfert de contrôle.

**Répartition des dividendes entre les actionnaires** En général, les actionnaires des sociétés acquises retirent des dividendes ou des gains en capital qui sont imposables selon les règles habituelles. Les dividendes versés entre sociétés canadiennes sont exonérés d'impôt. Ceux qui sont payés à des sociétés non résidantes sont soumis à des impôts de retenue canadiens. Les gains en capital que touchent des non-résidents sont exonérés de l'impôt canadien (article 13 du traité canado-américain).

Dans certaines circonstances, il est possible que les dividendes répartis échappent au fisc. En particulier, ceux qui sont payés aux actionnaires à la liquidation d'une société canadienne, lorsque celle-ci appartient à au moins 90 pour cent à une société mère canadienne, peuvent être exonérés

s'ils ont pour effet de réduire le capital libéré de la société. À l'inverse de ce qui se passe aux États-Unis, le régime canadien réserve un traitement favorable aux dividendes : ceux-ci peuvent être considérés comme réduisant le capital libéré de l'entreprise avant réduction du surplus imposable. De plus, les actifs nets transférés à une société peuvent accroître le capital libéré de la société et il peut se faire une nouvelle répartition de dividendes sans nouveau prélèvement d'impôt. Ce traitement est un important élément des réorganisations «en X». Celles-ci permettent de transférer des actifs à de nouvelles filiales qui sont liquidées, ce qui se traduit par une réorganisation de la société en franchise d'impôt.

Une société étrangère, après avoir acquis une filiale, peut recevoir des dividendes de la société acquise sans avoir à payer la retenue fiscale canadienne jusqu'à concurrence du capital libéré historique de la société acquise. Afin de maximiser la répartition de dividendes de filiales canadiennes en franchise de la retenue canadienne, la société mère étrangère peut établir une société de portefeuille canadienne qui possède les actions de la filiale acquise, avec un capital libéré égal à la juste valeur marchande des actifs de la filiale[8]. Une liquidation ou le paiement de dividendes par la société canadienne exploitante à la société de portefeuille peuvent se faire en franchise d'impôt, et le versement de dividendes par la société de portefeuille à la société mère étrangère peut échapper à la retenue fiscale canadienne jusqu'à concurrence du capital libéré de la société de portefeuille, qui est beaucoup plus considérable que celui de la filiale. De plus, la société canadienne exploitante peut vendre des actifs non amortissables sur une base majorée, en franchise d'impôt sur les gains en capital, lorsque l'acquéreur est la société de portefeuille canadienne.

**Facteurs relatifs à l'impôt américain** Les acquisitions de sociétés canadiennes par des sociétés américaines ont des conséquences différentes, pour le fisc américain, selon que la société est une filiale canadienne ou est éventuellement absorbée comme succursale. L'imposition des bénéfices de la succursale et des revenus remis par les filiales ont été étudiés plus haut. Inutile d'y revenir ici.

Si une société américaine cède des actifs au Canada, il peut y avoir un impôt américain sur les gains en capital, considérés comme un revenu «passif». Que les gains en capital soient remis ou non à la société mère, le revenu est imposable aux États-Unis comme revenu visé à la partie F. La récupération de l'amortissement s'applique également à la succursale ou à la filiale étrangères, mais, dans le dernier cas, seulement dans la mesure où les dividendes sont versés à la société mère. Un crédit au titre de l'impôt canadien est déductible des impôts américains, qui comprennent les retenues prélevées sur les dividendes supérieurs au capital libéré remis par la filiale à la société mère. Si la société mère américaine est en situation de

crédit excédentaire, les économies de retenue fiscale canadienne sur le versement de dividendes, comme il est décrit plus haut, acquièrent de l'importance pour l'évitement de l'impôt canadien.

### Déduction de frais d'intérêt

Si la société mère américaine exploite une succursale au Canada, l'intérêt payé par celle-ci au Canada est généralement déductible du bénéfice imposable de la succursale. Les règles de capitalisation restreinte qui limitent les déductions de frais d'intérêt ne s'appliquent pas aux succursales américaines, comme on le précise plus loin.

Comme la succursale américaine est non résidante, elle peut avoir à payer la retenue fiscale canadienne à moins d'obtenir un certificat attestant que le paiement est lié à l'entreprise canadienne et que, par conséquent, la retenue n'est pas applicable. Si la succursale acquitte la retenue, il est possible qu'elle ne puisse être déduite de l'impôt américain, car le revenu gagné par la succursale américaine peut être considéré comme un revenu intérieur au Canada et non comme un revenu d'origine étrangère aux États-Unis.

Si la société américaine exploite une filiale au Canada, les frais d'intérêt subis en toute indépendance au Canada sont déductibles du bénéfice imposable au Canada. S'il y a lien de dépendance et que les frais d'intérêt doivent être payés à la société mère américaine, ces frais peuvent également être déductibles, mais seulement dans le cadre des règles sur la capitalisation restreinte. Ils sont limités dans la mesure où la dette en cours envers les non-résidents qui possèdent 25 pour cent ou plus des actions émises doit être de plus de trois fois l'ensemble des bénéfices non répartis et du capital libéré de la société.

La société américaine peut déduire les frais d'intérêt subis aux États-Unis pour financer les acquisitions. Il y a toutefois une importante restriction. Dans le régime américain, les déductions de frais d'intérêts subis aux États-Unis sont attribués à une succursale ou à une filiale en fonction de la répartition des actifs. La société mère américaine peut avoir à répartir les frais d'intérêt subis aux États-Unis entre ses succursales ou filiales, ce qui accroît l'impôt américain sur le revenu intérieur et réduit le montant de l'impôt sur le revenu américain d'origine étrangère pour lequel des impôts peuvent être prélevés au Canada.

## NOTES

1. En principe, le gain comporte deux éléments. Le premier est la différence entre le prix de vente et le coût initial de l'actif (rajusté pour tenir compte du crédit d'impôt à l'investissement; le crédit général n'est plus offert aux États-Unis). Ce montant est considéré comme un gain en capital. La récente réforme fiscale des États-Unis fait que ce gain en capital doit être intégralement ajouté au revenu. Le deuxième élément est la différence entre le coût initial de l'actif et la valeur non amortie. Ce gain est traité comme un revenu imposable ordinaire. Avant 1988, un taux préférentiel s'appliquait à l'élément gain en capital, comme à toutes les autres formes de gain en capital. De plus, les biens immobiliers, amortis selon la méthode de l'amortissement linéaire, ont fait l'objet d'un traitement préférentiel, car il n'y avait pas de récupération de l'amortissement.
2. La valeur actuelle des économies d'impôt pour l'acheteur est égale à $S = uaQ/(a+R)$, où «u» est le taux d'imposition des bénéfices des sociétés, «a» le taux des déductions pour amortissement (censé ici s'appliquer à la valeur résiduelle), «Q» le prix de transaction des immobilisations et «R» le taux d'actualisation nominal. L'impôt payé par le vendeur est égal à $T = u(Q-Z) + uZa/(a+R)$, où «Z» est la valeur non amortie de l'actif au moment de la transaction. Le second terme de T est la valeur actuelle des déductions pour amortissement qui sont perdues en raison de la cession de l'actif. La différence entre l'impôt payé par le vendeur et les économies d'impôt pour l'acheteur — à supposer que le taux d'actualisation et le taux de l'impôt sur les béné fices des sociétés soient les mêmes pour les deux sociétés — est $T-S = u(Q-Z)(1-X)$, $X = a/(a+R)$. Comme X est inférieur à 1 pour n'importe quel taux d'actualisation nominal positif, si Q est plus grand que Z (gain à la vente), T-S est positif. S'il y a perte (Q Z), des économies d'impôt sont réalisées au moment de la cession des actifs. Pour des résultats plus complets calculés dans un cadre stochastique, voir McKenzie (1990).
3. Le produit réparti entre les actionnaires d'une société liquidée est imposé comme un revenu de dividende à moins que ce produit ne réduise l'investissement initial consenti par les actionnaires. (Cet investissement est désigné comme le «capital libéré», expression explicitement utilisée dans les lois canadiennes.) Les paiements qui réduisent le capital libéré sont exonérés d'impôt. Dans le régime américain, les dispositions sur l'ordre d'affectation des dividendes exigent que les produits remis aux actionnaires diluent les bénéfices non répartis avant de réduire le capital libéré.

4. Si certaines formes de revenu d'origine étrangère sont exonérées de l'impôt canadien (par ex., les dividendes de filiales étrangères, comme il est expliqué plus loin), aucun crédit n'est accordé au titre de l'impôt américain.
5. Une importante distinction s'impose ici entre les résidents américains et les non-résidents qui vendent les actions d'une société acquise. Si le non-résident échappe à l'impôt sur les gains en capital aux États-Unis (en vertu du traité fiscal canado-américain), un paiement en numéraire à un non-résident peut également être exonéré. En fait, aux termes de l'article 93 de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, le Canada autorise la société mère à traiter le gain en capital comme un dividende exonéré de l'impôt canadien. De plus, le dividende n'a pas à être versé à la société mère, ce qui permet à cette dernière d'échapper à la retenue fiscale américaine sur les revenus en gains de capital.
6. La restriction s'applique si on fait le choix prévu à l'article 338 et si l'ensemble des déductions d'intérêt pour l'année est inférieur à la moyenne de ces déductions réclamées trois ans avant l'acquisition.
7. La législation fiscale américaine exige que l'impôt sur les revenus d'origine étrangère soit calculé en tenant compte de certains postes. Par conséquent, certaines formes de revenu, par exemple les dividendes de sociétés à taux de propriété inférieur à 50 pour cent et les intérêts de pays où la retenue fiscale est élevée, ne peuvent être regroupées avec d'autres sources de revenu pour le calcul de l'impôt américain global. En outre, la loi américaine exige, depuis 1987, que le crédit au titre de l'impôt de l'exercice considéré comme payé sur les dividendes soit fondé sur les dividendes cumulatifs et les bénéfices acquis à l'étranger.
8. Une autre possibilité consiste à créer une société appartenant à des non-résidents.

## REMERCIEMENTS

LE PRÉSENT DOCUMENT a été rédigé pour la conférence sur la mondialisation des sociétés par voie de fusions et d'acquisitions qui a été parrainée par le Centre des études internationales et Investissement Canada. Nous sommes particulièrement redevables à Stephen Richardson et Leonard Waverman pour leurs observations. Nous remercions également de sa collaboration Ken McKenzie, qui a fourni les données nécessaires pour dresser les tableaux 3, 4 et 5.

## BIBLIOGRAPHIE


Arnold, B., *The Taxation of Controlled Foreign Corporations: An International Comparison*, Toronto, Association canadienne d'études fiscales, Canadian Tax Paper n° 78, 1986.

Bicksler, J., «Discussion» de Errunza et Senbet, 1984, *Journal of Finance*, juillet 1984, p. 744-746.

Boadway, Robin, Neil Bruce et Jack M. Mintz, «Taxation, Inflation and the Effective Marginal Tax Rate of Capital in Canada», *Revue canadienne d'économique*, vol. 17, 1984, p. 62-79.

Booth, Laurence D., «Taxes, Funds Positioning and the Cost of Capital for Multinationals», *Advances in Financial Planning and Forecasting*, vol. 4, partie B, JAI Press Inc., 1990.

Brean, D., *International Issues in Taxation: The Canadian Perspective*, Association canadienne d'études fiscales, Canadian Tax Paper n° 75, 1984.

Brewer, H., «Investor Benefits from Corporate International Diversification», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, mars 1981, p. 113-126.

Buckley, P.J., «The Limits of Explanation: Testing the Internalization Theory of the Multinational Enterprise», *Journal of International Business Studies*, été 1988, p. 181-193.

Collins, J.M., «A Market Performance Comparison of U.S. Firms Active in Domestic, Developed, and Developing Countries», *Journal of International Business Studies*, 1990, p. 271-287.

*Deal Watch*, KPMG Peat Marwick Thorne, divers numéros.

Doukas, J. et N. Travlos, «The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions», dans *Journal of Finance*, décembre 1988, p. 1161-1175.

Errunza, V. et L. Senbet, «The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory and Evidence», *Journal of Finance*, mai 1981, p. 401-417.

_____, «International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size Adjusted Evidence», *Journal of Finance*, juillet 1984, p. 727-743.

Fatemi, A., «Shareholder Benefits from Corporate International Diversification», *Journal of Finance*, décembre 1984, p. 1325-1344.

Glenday, Graham et Jack Mintz, «The Nature and Magnitude of Tax Losses of Canadian Corporation», dans *Tax Loss Utilization*, Toronto, Clarkson Gordon Foundation, à venir, 1991.

Gordon, Roger H., «Taxation of Investment and Savings in a World Economy», *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 1086-1102.

Grubert, Harry et John Mutti, «Financial Flows Versus Capital Spending: Alternative Measures of U.S.-Canadian Investment and Trade in the Analysis of Taxes», polycopié, 1989.

Halpern, Paul et Jack M. Mintz, «Taxation and Industrial Structure», *Taxation to 2000 and Beyond*, R. Bird et J. Mintz (s.l.d.), Toronto, Fondation canadienne d'études fiscales, à venir, 1991.

Harris, R. et D. Ravenscraft, *The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market*, Darden School Working Paper, n° 89-27.

Hartman, David, «Tax Policy and Foreign Direct Investment», *Journal of Public Economics*, 26, 1985, p. 107-121.

Hines, James R. Jr., «Taxation and U.S. Multinational Investment» dans *Tax Policy and the Economy*, Lawrence H. Summers (s.l.d.), Cambridge, MIT Press, 1988, p. 33-61.

Hughes, J., D. Logue et R. Sweeney, «Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, novembre 1975, p. 627-637.

Jacquillat, B. et B. Solnik, «Multinationals are Poor Tools for Diversification», *Journal of Portfolio Management*, hiver 1978, p. 8-12.

John, K., L. Senbet et A. Sundaram, «Multinational Enterprise Liability and Cross-Border Investments», *Pacific Base in Capital Markets Research*, vol. 11, janvier 1991.

Kim, W. et E. Lyn, «Excess Market Value, the Multinational Corporation, and Tobin's q Ratio», *Journal of International Business Studies*, printemps 1986, p. 119-125.

Kogut B., et H. Singh, «The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode», *Journal of International Business Studies*, automne 1988, p. 411-432.

Leechor, Chad et Jack M. Mintz, *On the Taxation of Multinational Corporate Investment when the Deferral Method is Used by the Capital Exporting Country*, document de travail 9013, Toronto, Université de Toronto, 1990.

Lessard, J. et A. Rubin, *Acquisition of U.S. Firms by Foreign Firms: Wealth Effects*, document de travail, Rochester Institute of Technology, octobre 1990.

Loveland, N., *Acquisition of a U.S. Business by Canadians - A Canadian Perspective*, Fondation canadienne d'études fiscales, à venir, 1991.

Malach, D., *Cross-Border Acquisitions and Mergers - Canadian Tax Issues*, discours présenté à la CCH Canadian Limited, colloque sur les fusions d'entreprises, 1990.

McKenzie, Kenneth J., *Essays on Taxation and Investment Under Uncertainty*, thèse de doctorat, Kingston, Université Queen's, 1990.

McKenzie, Kenneth J. et Jack M. Mintz, «Tax Effects on the Cost of Capital: A Canada-United States Comparison», dans *U.S.-Canada Tax Comparisons*, J. Shoven et J. Whalley (s.l.d.), Chicago, University of Chicago Press, 1990.

Mikhail A. et H. Shawky, «Investment Performance of U.S.-Based Multinational Corporations», *Journal of International Business Studies*, printemps-été 1979, p. 53-66.

Mintz, J., «Corporate Tax Holidays and Investment», *The World Bank Economic Review*, vol. 4, 1990, p. 81-102.

Morck, R. et B. Yeung, *Why Investors Value Multinationality*, document de travail n° 5-89, Université de l'Alberta, 1989.

Sadeque, Z., *Rational for Canadian Direct Investment Abroad*, annexe n° 4, avril 1990.

Schipper, K. et R. Thompson, «Evidence on the Capital Value of Merger Activity for Acquiring Firms», *Journal of Financial Economics*, vol. 11, avril 1983, p. 85-119.

Scholes, Myron J. et Mark A. Wolfson, *The Effects of Changes in Tax Laws on Corporate Reorganization Activity*, National Bureau of Economic Research, document de travail n° 3095, Boston, 1989.

Senchack, A. et W. Beedles, «Is Indirect International Diversification Desirable?», *Journal of Portfolio Management*, hiver, 1980, p. 49-57.

Slemrod, J., «Effect of Taxation with International Capital Mobility», *Uneasy Compromise: Problems of a Hybrid Income-Consumption Tax*, H.J. Aaron, H. Gelper et J. Pechmon (s.l.d.), Washington (DC), Brookings, 1988.

Steiss, C., *Acquisition and Disposition of a Canadian Business by Non-Residents*, manuscrit, 1990.

Tillinghast, D., *Acquisition of a U.S. Business by Canadians - A U.S. Perspective*, Fondation canadienne d'études fiscales, à venir, 1991.

*Ron Daniels*
*Faculté de droit*
*Université de Toronto*

7

# Les fusions et acquisitions et l'intérêt public: ne pas prendre l'effet pour la cause

## INTRODUCTION

AU COURS DES DIX DERNIÈRES ANNÉES, le rythme des fusions et acquisitions au Canada et aux États-Unis a grimpé en flèche. L'opportunité de ce genre de transactions a fait couler beaucoup d'encre et suscité de vifs débats aussi bien chez les décideurs que dans le milieu universitaire. De façon générale, on a jugé du bien-fondé des regroupements en se plaçant du point de vue de l'actionnaire. On s'est demandé en particulier si les fusions et acquisitions donnaient lieu à des gains qui sont ou qui peuvent être partagés entre les actionnaires de l'acquéreur et de la société visée. Les rares fois où la question a été examinée sous l'angle de l'intérêt public, on s'est intéressé le plus souvent à l'incidence des regroupements sur la structure et le rendement des marchés de produits, à la réduction possible des recettes fiscales causée par l'accroissement du pouvoir d'emprunt des grandes sociétés ainsi qu'à la stagnation du savoir-faire et des connaissances résultant de la diminution des dépenses en recherche-développement.

Paradoxalement, les débats ont dans l'ensemble négligé les effets des fusions et acquisitions sur de nombreux particuliers qui, pourtant, sont touchés de près par les affaires et les opérations des entreprises modernes, à savoir les employés, les fournisseurs, les clients et les créanciers[1]. On a commencé récemment à reconnaître l'importance de ces intérêts en apportant, avec un peu de retard, il est vrai, des modifications aux lois régissant les prises de contrôle dans divers États américains, modifications qui ont incité et, dans certains cas, contraint les dirigeants de sociétés à tenir compte, au-delà des actionnaires, des intérêts des autres parties[2] concernées.

Même si ces dispositions ont ranimé la controverse sur la capacité du droit des sociétés à concilier des intérêts multiples et divergents[3], elles n'ont pas encore abouti à un examen systématique du bien-fondé de la protection des intéressés contre les pertes résultant d'une fusion ou d'une acquisition[4]. C'est justement cette lacune que nous cherchons à combler dans la présente étude.

Nous avons structuré notre ouvrage en six parties, même si celles-ci ne sont pas numérotées. La première partie porte sur les divers préjudices que subiraient les parties intéressées en raison des fusions et acquisitions. Pour simplifier, disons que ces préjudices sont causés surtout par la frustration des attentes qui seraient implicites dans les diverses relations contractuelles ou quasi contractuelles que nouent les groupes concernés et la société. Étant donné que l'impact sur les intéressés dépend de la nature des relations que ceux-ci entretiennent avec la société, j'examine les effets par rapport aux différents groupes touchés.

La deuxième partie passe en revue les études empiriques relativement peu nombreuses qui ont été consacrées à ce sujet en insistant sur les rapports que peuvent avoir les fusions et acquisitions avec les préjudices causés aux parties intéressées. Cet aperçu montre que, même si ces opérations ne nuisent pas en soi aux intérêts des groupes concernés, elles ont souvent pour effet de trahir leurs attentes.

Dans la troisième partie, nous mettons en évidence, sur le plan théorique, les types de fusions et d'acquisitions les plus susceptibles de nuire aux intéressés. On peut à cette fin s'interroger sur ce qui a motivé telle fusion ou acquisition. J'en profite également pour voir si la présence d'acquéreurs étrangers modifie les conclusions de l'analyse des motivations.

Dans la quatrième partie, nous nous penchons sur la question de la prépondérance au Canada des transactions que l'on peut qualifier de potentiellement nuisibles aux intérêts des groupes concernés. La cinquième partie examine la justification des interventions destinées à protéger les groupes intéressés contre les préjudices découlant des fusions ou des acquisitions dans un contexte économique néo-classique. Je soutiens, pour ma part, que le déséquilibre des pouvoirs de négociation justifie dans une certaine mesure que l'on protège certaines catégories d'intéressés, selon les circonstances.

Enfin, dans la sixième partie, j'évalue les divers moyens possibles que l'on peut mettre en oeuvre pour protéger les intérêts des divers groupes qui le méritent. Étant donné que les faiblesses du système actuel de négociation de contrats entre les sociétés et les groupes d'intéressés rendent ces derniers vulnérables à une grande variété d'événements sur lesquels ils n'ont pas prise, et non uniquement aux activités de fusion ou d'acquisition, je fais valoir que la principale visée des décideurs devrait être de mettre au point des mécanismes de portée générale, qui ne se limitent pas

au redressement des préjudices causés par certains types particuliers de transactions. Cependant, comme on peut s'attendre à ce que les contraintes budgétaires empêchent l'adoption de ces mécanismes de caractère général, je me penche sur la question du choix des mécanismes possibles à une époque où la meilleure solution possible n'est souvent qu'un pis-aller.

## PRÉJUDICES CAUSÉS AUX GROUPES INTÉRESSÉS PAR LES FUSIONS ET ACQUISITIONS

C'EST PRESQUE UNE VÉRITÉ de La Palisse que d'affirmer de nos jours que les prises de contrôle et les fusions de sociétés causent un préjudice quelconque à quelqu'un. Ce préjudice peut se traduire tantôt par une perte d'emploi pour les travailleurs, tantôt par des pertes financières pour les investisseurs et les créanciers. En règle générale, la gravité des pertes subies par ces parties en raison de la rupture ou de la modification unilatérale de relations contractuelles ou quasi contractuelles avec une société est fonction de plusieurs facteurs, dont la vigueur concurrentielle des marchés locaux, la portée et l'ampleur de la rupture, et l'investissement particulier des parties qui comptaient sur le maintien des relations. Chacun de ces points est repris ci-après en fonction de groupes d'intéressés bien précis[3].

### LES EMPLOYÉS

PRENONS LE CAS D'UNE TRAVAILLEUSE qui perd son emploi par suite d'une fusion ou d'une acquisition. Si l'on présume que l'employée mise à pied gagnait un salaire équivalant à la valeur de sa productivité marginale avant la cessation d'emploi, que les marchés du travail sont parfaitement concurrentiels dans la région où cette employée se trouve et que son renvoi ne s'est pas accompagné de mises à pied massives ayant eu pour effet de faire baisser les salaires sur les marchés locaux, on constate alors que le coût de la perturbation est relativement minime. Moyennant un certain effort de recherche d'emploi et de recyclage, l'employée déplacée devrait être en mesure de se trouver un travail comparable auprès d'un nouvel employeur local dans des délais relativement courts. Les pertes subies dans ce cas équivalent alors à la différence entre la valeur actuelle de la rémunération obtenue auprès de l'ancien employeur et la valeur actuelle de la rémunération rajustée reçue du nouvel employeur, compte tenu des prestations de cessation d'emploi et des frais de recyclage. En cas de réemploi rapide, il est peu probable que l'employée perde l'argent qu'elle a investi dans son logement ni qu'elle subisse un «préjudice psychique» causé, par

exemple, par une séparation d'avec sa famille ou d'avec son milieu, car elle n'aura pas à déménager dans une autre région.

Si jamais, toutefois, ces postulats cessent de s'appliquer parfaitement au marché du travail local, les possibilités d'un préjudice plus grave s'en trouvent nettement augmentées. Ainsi, si le marché local est perturbé par des mises à pied massives, les travailleurs déplacés qui recherchent un nouvel emploi s'apercevront que le prix de leurs services a baissé, ce qui leur occasionnera des pertes par rapport au revenu anticipé pendant le reste de leur vie active. Ces pertes incluent non seulement le manque à gagner au titre des prestations futures de services, mais également des pertes de rémunération pour des services déjà rendus à l'ancien employeur. En effet, les employeurs recourent à des mécanismes de rémunération différée en vue de garantir leur investissement en ressources humaines[6]. Ce genre d'investissement permet aux employeurs d'accroître la productivité marginale de leur personnel en offrant à celui-ci la possibilité d'acquérir des compétences particulières. En raison du risque que les travailleurs quittent l'employeur avant que celui-ci ait pu récupérer son investissement en formation et en perfectionnement, les employés s'engagent à l'égard de la société en acceptant dans un premier temps un salaire inférieur à leur productivité marginale dans l'attente d'une rémunération supérieure à cette productivité dans un deuxième temps. Comme un départ prématuré empêcherait ces travailleurs de toucher leur rémunération différée, ils hésiteront à quitter leur employeur avant d'avoir recouvré intégralement les montants reportés.

On peut facilement concevoir qu'une réduction considérable et non prévue du montant de la rémunération attendue sur la vie active a un effet dévastateur sur les employés et leur famille. Au départ, il est possible que ces employés ne soient plus en mesure de rembourser leurs dettes à long terme, comme les emprunts hypothécaires et les emprunts contractés pour l'achat d'une automobile. Ils peuvent alors se voir contraints de brader leurs biens, accélérant par le fait même l'épuisement de leurs réserves. Dans les cas où l'employé peut se trouver un travail convenable en déménageant dans une autre région, il n'aura alors à assumer que les frais divers de mobilité. Ces frais peuvent être d'ordre pécuniaire (frais de déménagement, de vente de la maison et d'achat d'un nouveau logement) et non pécuniaire (coûts psychiques provenant d'une rupture d'avec le milieu et la famille).

Tous ces coûts sont amplifiés dans le cas où une certaine rigidité du marché du travail (p. ex., si le travailleur ne veut pas accepter une offre d'emploi à un salaire inférieur à celui qu'il avait auprès de l'ancien employeur) amène le travailleur à subir une période prolongée de chômage. Naturellement, plus cette période de chômage se prolonge et plus l'écart se creuse entre les gains escomptés avant la mise à pied et la rémunération réellement perçue après le licenciement. Cet écart est encore amplifié lorsque

le travailleur ne touche plus les prestations de cessation d'emploi et les prestations de chômage provenant de la société et de l'État respectivement. Naturellement, plus le manque à gagner au titre des revenus escomptés est important et plus il est probable que l'employé touché aura à subir des pertes sur son logement et ses autres investissements[7]. Le plus tragique est que, à mesure que ces coûts augmentent, les risques d'éclatement de la famille, d'effondrement mental, de violence et de suicide s'accroissent[8].

## Les fournisseurs

Ce que craignent les fournisseurs, lorsqu'il y a fusion ou acquisition, c'est que les compagnies résilient ou, du moins, ne reconduisent pas leurs contrats d'approvisionnement en biens et services. La résiliation ou la non-reconduction de leurs contrats peut causer des pertes aux fournisseurs qui ont beaucoup investi dans des biens particuliers en prévision du maintien de leurs relations avec un acheteur donné. De toute évidence, plus l'investissement est spécialisé, plus le fournisseur se trouve exposé à des risques de perte ou d'investissement non rentable à des immobilisations inactives en cas d'annulation prématurée du contrat. À la limite, ces pertes peuvent entraîner la faillite du fournisseur et, partant, provoquer la mise à pied des employés de ce dernier. Les effets peuvent se répercuter en cascade et déclencher la faillite d'autres fournisseurs à qui le premier fournisseur achetait des biens intermédiaires. On peut alors assister à de nouvelles mises à pied. Les personnes touchées, que ce soient les fournisseurs ou leurs employés, sont alors en proie aux mêmes difficultés que celles mentionnées plus haut.

## Les clients

La principale menace qui pèse sur les clients, lorsqu'il y a fusion ou prise de contrôle, c'est que la société s'emploie alors à harmoniser la production entre ses anciennes usines et celles nouvellement acquises en mettant fin à certaines gammes de produits. Si la gamme de produits abandonnée inclut des biens coûteux qui ont une longue durée de vie utile, les clients qui ont acheté ces biens peuvent voir leur valeur marchande s'effondrer. Cette baisse de valeur peut être attribuable à la difficulté d'obtenir des pièces de rechange ou d'avoir accès à des services d'entretien. Bien sûr, la gravité de ces problèmes est fonction de la nature particulière des biens en question et de l'aptitude des fournisseurs concurrents à offrir des services d'entretien adéquats. Si la fabrication de ces biens ne repose pas sur des procédés de production uniques en leur genre et bien protégés

juridiquement, il sera alors plus facile à un concurrent d'offrir des pièces faites sur mesure et des services d'entretien. Heureusement, ce n'est pas toujours ainsi que les choses se passent. Même si le marché des pièces de rechange et des services d'entretien n'est pas vigoureux, la société ayant réalisé la fusion ou la prise de contrôle peut juger rentable, voire extrêmement profitable, de continuer à offrir des pièces de rechange et des services d'entretien. Elle peut même accepter de subir des pertes à ce chapitre afin de préserver son image de marque, surtout si elle compte convaincre ses clients de se convertir à de nouvelles gammes de produits de remplacement des premiers.

## Les collectivités

Les préjudices que causent les fusions et les acquisitions aux collectivités sont directement liés aux difficultés que connaissent les travailleurs et les fournisseurs qui résident dans la localité. Les faillites et les mises à pied entraînent une diminution des recettes fiscales ainsi qu'une augmentation des dépenses en raison d'un recours accru aux programmes d'aide publics. Les pouvoirs publics peuvent alors être amenés à sabrer dans les services «non essentiels», s'attaquant ainsi à la qualité de vie de la collectivité. En conséquence, les travailleurs plus jeunes et plus mobiles, sur lesquels repose le dynamisme de la localité, peuvent être incités, faute de débouchés, à chercher du travail ailleurs, quitte à laisser derrière eux famille, amis et collègues. En raison de cette hémorragie, la municipalité se retrouve avec des biens d'équipement sous-utilisés ou qui doivent être abandonnés complètement. En effet, la fermeture d'une usine a une incidence immédiate sur l'infrastructure liée directement (routes, services publics, etc.) et indirectement (centres récréatifs, écoles, etc.) à ses activités.

## Les créanciers

Pour les créanciers, le préjudice causé par une fusion ou une acquisition peut prendre la forme d'une dépréciation des titres de créance, qui réduit la valeur du patrimoine[9]. Tout changement de situation financière qui accroît le risque d'insolvabilité de la société débitrice aboutit à une baisse de crédit. À supposer que les marchés de capitaux soient suffisamment vigoureux et liquides, l'accroissement du risque entraînera l'obligation de consentir à un escompte plus ou moins important pour inciter d'autres parties à faire l'acquisition du titre de créance. Le patrimoine du créancier se trouvera d'autant plus diminué que l'escompte consenti sera élevé.

## CONSÉQUENCES DES FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LES ATTENTES: OBSERVATIONS EMPIRIQUES

COMPTE TENU DE CE QUI PRÉCÈDE, on peut dire que les diverses parties intéressées subiront un préjudice d'autant plus important qu'elles auront misé sur le maintien de la relation contractuelle ou quasi contractuelle qu'elles entretiennent avec la société. Cela dit, il faut se pencher sur la question plus complexe de savoir si, dans les faits, les fusions et acquisitions ont nécessairement pour effet de causer un tel préjudice aux intéressés. Cette thèse est soutenue vigoureusement par de nombreux observateurs. Or, il n'est pas évident que ce genre d'opérations soit en soi préjudiciable aux intérêts des groupes concernés. Après tout, d'un point de vue économique, les fusions et acquisitions visent simplement à regrouper des actifs pour en faire une utilisation plus rentable et accroître ainsi la valeur du patrimoine global. Toutefois, même si les faits démontrent de façon assez convaincante que les changements de propriété réalisés par les fusions et les prises de contrôle permettent au total d'accroître le patrimoine, les données empiriques dont nous disposons incitent à conclure que dans certaines circonstances certains des intéressés peuvent subir des pertes financières. Autrement dit, les transactions de ce genre ne répondent que «potentiellement» à l'optimum économique parétien.

Plusieurs difficultés surgissent lorsqu'il s'agit de mettre en corrélation les activités de fusion et d'acquisition et les préjudices causés aux intéressés. La première difficulté vient du fait que l'on évalue souvent les effets des fusions et des prises de contrôle sans tenir compte de la diversité des motivations qui les sous-tendent. Étant donné qu'il existe, comme on le verra plus loin, un lien entre les divers types de fusions et d'acquisitions et la gravité de leurs conséquences sur les intéressés, il ne faut pas se fier entièrement aux études empiriques qui examinent globalement les effets des fusions et des prises de contrôle en faisant abstraction des diverses catégories d'intéressés.

La deuxième difficulté a trait au fait que les résultats des études empiriques dépendent énormément du cadre juridique et institutionnel dans lequel s'effectuent les opérations, cadre qui varie d'une juridiction à l'autre et même au sein d'une même juridiction avec le temps[10]. C'est la raison pour laquelle il est difficile aux dirigeants canadiens de se fier entièrement aux résultats des études américaines. Même si le régime juridique et institutionnel du Canada ressemble, à bien des égards, à celui des États-Unis[11], en ce qui a trait aux fusions et aux prises de contrôle, la structure sous-jacente des marchés de capitaux est fondamentalement différente[12].

La troisième difficulté consiste à préciser quels sont les éléments préexistants dont l'influence sur les intéressés est plus importante que celle de la fusion ou acquisition. Mentionnons, par exemple, la baisse de compétitivité d'un produit attribuable à l'échec des activités de commercialisation ou de recherche-développement, à l'évolution des goûts des consommateurs, à l'envahissement du marché par des produits importés de substitution. Ce sont souvent des facteurs de ce genre, d'ailleurs, qui sont à l'origine de la fusion ou de la prise de contrôle. À vrai dire, l'incidence sur les parties intéressées est bien réelle, qu'il y ait changement de propriété ou non. De ce point de vue, les études qui expliquent tous les effets économiques négatifs des fusions ou des prises de contrôle sur les parties intéressées par le changement de propriété exagèrent sans doute le phénomène.

## Les employés

Les études qui examinent l'effet des fusions et acquisitions sur la main-d'oeuvre ne concluent pas toutes à des effets préjudiciables. Brown et Medoff[13] ont étudié des données sur l'emploi et les salaires de quelque 200 000 entreprises du Michigan sur une période de 26 mois et ont constaté que, même si les fusions étaient associées à des baisses de salaire de 4 pour cent, le nombre d'emplois dans ces mêmes sociétés avait en fait augmenté de 2 pour cent. Inversement, les acquisitions portant uniquement sur des actifs étaient associées à des réductions d'emploi de 5 pour cent, mais aussi à des augmentations de salaire de 5 pour cent. Ils en sont donc venus à la conclusion que «l'opinion répandue voulant que les prises de contrôle soient l'occasion de couper dans les salaires et le nombre d'employés n'est pas fondée»[14]. Yago[15] et Rossett[16] font état de résultats analogues. Yago examine les corrélations entre les mises à pied et les rachats de société avec des capitaux d'emprunt dans le cadre d'une étude portant sur les effets de 43 importantes transactions de ce genre conclues entre 1984 et 1986. Il en arrive à la conclusion que «les sociétés issues des transactions, dans l'ensemble, ont inversé la tendance à la réduction des emplois qui était observée avant le changement de propriété pour accroître le nombre d'emplois après le rachat»[17]. Dans une large mesure, cette augmentation du nombre des emplois est liée à un accroissement systématique de productivité après le rachat, selon l'analyse des entrées-sorties[18]. Rossett, pour sa part, analyse les effets des fusions et acquisitions sur les conventions collectives après un changement de propriété et constate que les changements salariaux après la prise de contrôle varient de -0,6 pour cent à +0,3 pour cent. Il en conclut que les effets des fusions et acquisitions sur les salaires sont minimes par comparaison avec les avantages qu'en retirent les actionnaires, mesurés par des analyses économétriques. Si l'on adopte

les postulats les plus favorables à la thèse du préjudice causé aux intéressés, les changements de propriété aboutissent pour les travailleurs à des pertes salariales égales à 12 pour cent de la prime cumulée. Dans les hypothèses les plus défavorables au point de vue du préjudice causé, toutefois, les changements de propriété montrent une augmentation égale à 4 pour cent des primes cumulées.

Lorsque des pertes d'emplois frappent les travailleurs après un changement de propriété, c'est le personnel non affecté à la production qui est le plus touché. Bhagat, Shleifer et Vishny ont étudié 62 OPA hostiles entre 1984 et 1986, pour constater que, dans les sociétés qui mettaient à pied des employés (26 des 62 entreprises de l'échantillon), la plupart des économies de frais salariaux provenaient des mises à pied de cols blancs (par regroupement des services centraux)[19]. Lichtenberg et Siegel ont également constaté que les pertes d'emplois et de salaire étaient plus importantes — près de trois fois plus — dans la catégorie du personnel d'administration et du siège social (cadres intermédiaires et cols blancs) que dans les services de production (cols bleus)[20].

En plus des analyses portant sur les économies réalisées par la réduction des salaires et du nombre d'emplois, signalons d'autres travaux qui s'intéressent à l'effet des fusions et acquisitions sur les avantages sociaux. Par exemple, Pontiff, Shleifer et Weisbach ont examiné les cas de réversion des fonds de retraite excédentaires avant et après une prise de contrôle et se sont rendu compte que ces réversions se produisaient plus souvent après la prise de contrôle qu'avant, et qu'elles étaient plus nombreuses après une OPA hostile qu'après une OPA amicale[21].

Toutefois, ces chercheurs ont conclu que les réversions se produisaient relativement peu souvent (soit dans seulement 14 pour cent de toutes les prises de contrôle) et que, dans ce cas, elles ne représentaient que de 10 à 13 pour cent des primes de prise de contrôle.

## Les créanciers

Les données qui permettraient d'établir un lien entre les fusions et acquisitions et les préjudices subis par les créanciers sont elles aussi quelque peu équivoques. Les premières études semblent indiquer que les fusions et acquisitions n'ont pas d'effet nocif sur la situation économique du créancier. Kim et McConnell ont étudié le rendement mensuel obtenu par les détenteurs d'obligations non convertibles entre 1960 et 1973 dans un échantillon de 20 acquéreurs et de 19 sociétés acquises; ils ont trouvé que ni l'un ni l'autre des deux groupes n'obtenait de gain ni ne subissait de perte appréciable après l'acquisition[22]. La méthode utilisée par Kim et McConnell pour évaluer les pertes des créanciers a été critiquée par Asquith

et Kim, qui lui reprochaient de reposer sur des chiffres de rendement mensuel plutôt que quotidien et sur la date de réalisation plutôt que d'annonce de la fusion[23]. Quoi qu'il en soit, après avoir apporté les correctifs nécessaires, Asquith et Kim ont publié des résultats analogues à ceux de Kim et McConnell. En effet, pour la période de 1960 à 1978, ces chercheurs n'ont pas constaté de rendement anormal pour les détenteurs d'obligations de l'une ou de l'autre des sociétés. Ces résultats trouvent un écho dans une étude de 1986 de Dennis et McConnell, portant sur 132 opérations réalisées de 1963 à 1980. Là encore, les auteurs concluent que les fusions n'ont pas causé de pertes aux obligataires[24]. À vrai dire, les chercheurs ont constaté que la fusion était avantageuse pour certaines catégories de détenteurs de titres prioritaires et d'obligataires.

En revanche, les études plus récentes, qui témoignent du nombre de plus en plus important de transactions à taux élevé d'endettement, semblent appuyer la thèse selon laquelle les fusions et les prises de contrôle peuvent imposer des pertes aux créanciers sous forme de frustration de leurs attentes[25]. Ainsi, Amihud a constaté dans une étude portant sur 15 rachats par endettement que la dette non remboursée de huit des 15 sociétés avait été déclassée, tandis que celle des sept autres sociétés avait été soit mise sous surveillance, soit réexaminée en vue du maintien ou de la réduction de leur cote de crédit[26]. Lehn et Poulsen ont aussi trouvé que les créanciers pouvaient subir des pertes dans les rachats par endettement[27]. Dans un échantillon de 92 rachats par endettement ayant eu lieu entre 1980 et 1984, ils ont constaté que la redistribution de la richesse des obligataires aux actionnaires ne pouvait être une motivation importante de ces opérations étant donné que seulement 24 des 92 sociétés participant à un rachat par endettement avaient des dettes. Toutefois, leur examen des données sur les opérations boursières peu avant la date d'annonce de l'OPA montre que le prix des obligations de ces sociétés avait *baissé* en moyenne de 1,42 pour cent. Fait intéressant, toutefois, lorsque l'effet de ces opérations est analysé par type d'obligations (convertibles et non convertibles), des écarts importants peuvent être observés entre les diverses catégories de dettes. Ainsi, alors que le prix des obligations non convertibles a *diminué* de 2,46 pour cent à l'annonce d'un rachat par endettement, le prix des actions convertibles a *augmenté* de 0,49 pour cent[28]. Ces différences entre les effets sur les créanciers, en fonction des droits de conversion, ont également été observées par Marais, Schipper et Smith qui ont étudié les répercussions des opérations de «verrouillage du capital» entre 1974 et 1985, pour s'apercevoir que, si les rachats permettaient aux détenteurs d'obligations convertibles d'obtenir un meilleur rendement, ils n'avaient pas d'effet sur les détenteurs d'actions non convertibles[29]. La différence que l'on constate entre les effets des fusions ou des prises de contrôle sur

les détenteurs d'actions convertibles et non convertibles s'explique par le fait que les dispositions de conversion permettent aux créanciers de participer à certains des gains découlant d'une fusion ou d'une prise de contrôle, qui compensent les pertes que pourraient subir ces personnes si elles ne participaient qu'à la dette de la société. On peut donc considérer ces droits comme un mécanisme d'atténuation des conflits entre catégories d'investisseurs[30].

En résumé, les observations empiriques produites par l'étude de l'effet des fusions et acquisitions sur la situation financière des employés et des créanciers (les deux seuls groupes d'intéressés pour lesquels nous disposons de données solides) n'étayent pas la thèse du préjudice systématique. En outre, lorsqu'un tel préjudice se manifeste, il n'est pas suffisamment grave pour annuler les avantages que les actionnaires retirent de la fusion ou de l'acquisition. Autrement dit, la principale motivation de ces opérations ne semble pas être la redistribution de la richesse. Néanmoins, l'étude montre que certaines catégories d'intéressés peuvent, dans certains cas, subir un préjudice lorsqu'il y a fusion ou prise de contrôle. C'est le cas, par exemple, des employés qui subissent des pertes non seulement de salaire et d'emploi, mais aussi de prestations de retraite. Dans le cas des créanciers, les pertes financières causées par les fusions ou les acquisitions sont devenues plus fréquentes au cours de la dernière décennie, mais semblent se limiter aux créanciers qui ont renoncé aux droits de conversion. D'après ces données, on peut voir que les autres intéressés, soit les fournisseurs, les clients et les collectivités, risquent également d'être touchés par une fusion ou une prise de contrôle, même si le préjudice causé ne semble pas suffisamment important pour justifier une intervention.

Une fois qu'on a reconnu que les intéressés peuvent effectivement subir un préjudice lorsqu'il y a fusion ou prise de contrôle, on ne peut plus en faire totalement abstraction. Même si les préjudices sont relativement peu importants par rapport aux avantages globaux qui en découlent, tels qu'on peut les mesurer par l'appréciation globale des actions, le fait que les pertes touchent un groupe particulier de personnes, alors que d'autres (les actionnaires) bénéficient de gains considérables, nous incite à prendre au sérieux le préjudice causé à certains intéressés. Les préoccupations que suscite ce déséquilibre sont de nature à la fois pragmatique et éthique. Sur le plan pragmatique, comme certains groupes d'intéressés subissent un préjudice excessif à l'occasion d'une fusion ou d'une acquisition, ceux-ci sont incités à investir des ressources pour faire publiquement campagne contre ces opérations. Même si ces efforts ne portent pas fruit (autrement, les avantages économiques globaux découlant des transactions seraient complètement annihilés), ils ont pour effet de gaspiller des ressources limitées qui pourraient être utilisées ailleurs de façon plus profitable. Sur le plan éthique,

on peut faire valoir que les effets déséquilibrés des fusions ou des prises de contrôle sur les membres d'une même collectivité ne sont pas justifiables moralement. En effet, la justice distributive veut que les travailleurs ayant subi le préjudice soient suffisamment indemnisés pour qu'ils se retrouvent à tout le moins dans la même situation qu'avant l'opération. Étant donné que les actionnaires et les autres intéressés ne sont pas exposés au même degré de préjudice (contrairement aux cas de faillite), les fusions et les prises de contrôle produisent des inégalités flagrantes qui sont tout simplement inadmissibles compte tenu des relations durables qu'entretiennent les intéressés et l'entreprise visée.

## Quand les fusions et acquisitions sont-elles susceptibles de porter préjudice aux intéressés?

### Point de vue théorique

De toute évidence, le tort causé aux intéressés par une fusion ou une prise de contrôle découle de la réorientation de politique qu'entraîne le changement de propriété de la société. Dans cette optique, pour déterminer si la politique de la société nuira aux intérêts des parties concernées, il faut préciser les facteurs qui ont motivé la fusion ou l'acquisition. Les chercheurs ont mis en évidence quatre grandes catégories de motifs à l'origine des fusions et acquisitions: le remplacement des cadres, les synergies, le pouvoir monopolistique et les avantages fiscaux. Nous examinons ci-après l'incidence de chacune de ces catégories de motifs sur le comportement de la société après la prise de contrôle ainsi que les répercussions sur les divers intérêts des parties concernées.

### Remplacement des cadres

Inspirés par l'étude avant-gardiste de Manne sur le marché du contrôle des sociétés, de nombreux chercheurs en droit et en économie ont avancé que ce qui motive avant tout les fusions et les prises de contrôle, c'est la perspective de remplacer des cadres opportunistes de la société visée par des personnes zélées qui travailleront avec plus d'acharnement à la prospérité de l'entreprise[31]. L'intervention d'un tiers est nécessaire pour remplacer les cadres, les actionnaires étant pour leur part incapables d'opérer ce changement en raison de problèmes de coordination fondamentaux. Cette remarque s'applique en particulier aux sociétés où la propriété du capital est relativement diffuse.

À première vue, les fusions et les acquisitions motivées par le remplacement de cadres assis sur leurs lauriers ne semblent pas justifier de

graves préoccupations au sujet des intérêts des parties concernées. En effet, ce sont en général les cadres de la société faisant l'objet d'une OPA qui sont visés et ils peuvent être démis sans que les autres intéressés soient touchés[32]. Au demeurant, l'arrivée de nouveaux cadres plus responsables devrait être avantageuse pour les diverses parties concernées étant donné que la société sera désormais dirigée de façon plus efficace. Le changement peut être aussi l'occasion d'améliorer les prix et la qualité des biens et services produits par la société. En principe, ces gains devraient contribuer à améliorer le rendement global de la société.

Si cette interprétation peut être valable du point de vue des intérêts des obligataires, son application aux autres parties concernées est moins évidente. Examinons, par exemple, le cas où le remplacement des cadres n'a aucune incidence sur le coût et la qualité des décisions en matière d'emploi et de choix de fournisseurs. La propension des cadres non tenus de rendre compte de leurs actes à mettre davantage l'accent sur l'accroissement du bilan — fût-ce au détriment de la rentabilité — est bien documentée dans les études consacrées à la gestion financière des entreprises[33]. Sans contrepoids, ce comportement peut aboutir à la mise en place d'un effectif bien supérieur à ce qu'exige l'efficience ou au choix de fournisseurs dont les biens et services ne sont pas concurrentiels par leur prix et leur qualité. En conséquence, la nomination d'une nouvelle direction à la suite d'une fusion ou d'une acquisition peut entraîner la mise à pied d'employés ou la cessation de relations établies depuis longtemps avec des fournisseurs, au détriment de la collectivité dans son ensemble.

Shleifer et Summers ont souligné un autre problème que peuvent causer les fusions et acquisitions à caractère de «sanction», du point de vue des parties intéressées[34]. Pour eux, les *OPA hostiles* (et non les fusions et acquisitions en général) sont motivées par les avantages que peuvent retirer les actionnaires de la résiliation de certains contrats implicites (comme ceux qui prévoient une rémunération différée) conclus entre des parties intéressées — notamment les employés — et la société. Le remplacement des cadres de la société acquise est essentiel étant donné que ces personnes se sont le plus souvent engagées à sauvegarder les intérêts des parties touchées et que, par conséquent, elles refusent de nuire aux intérêts économiques de ces groupes. Comme le maintien en fonctions de ces personnes constitue une menace à l'adoption d'une stratégie opportuniste, les acquéreurs s'empressent de s'en débarrasser peu après la prise de contrôle de la société.

La thèse de Shleifer et de Summers n'est pas sans soulever plusieurs problèmes d'ordre différent. D'abord, les données empiriques présentées ci-dessus ne suffisent pas à prouver que le principal motif des transactions hostiles soit la redistribution de la richesse[35]. Autrement dit, les avantages

qui découlent des opérations, mesurés par les primes combinées obtenues par les actionnaires, l'emportent largement sur les pertes subies par les divers autres intéressés[36]. Ensuite, la ligne de démarcation entre les transactions de redistribution de la richesse et les opérations d'accroissement de la richesse est extrêmement difficile à tracer. La renégociation systématique de conventions collectives favorisant le laisser-aller et le gaspillage de la part des employés peut, par exemple, se justifier au nom de l'efficience dans l'affectation des ressources, même si ces nouvelles négociations peuvent causer des pertes aux employés. Enfin, étant donné que la notion de contrat implicite est intrinsèquement floue, elle prête particulièrement à controverse. En effet, il est difficile, voire impossible, de déterminer si un tel contrat existe et quelle en est la teneur.

## Synergie

Un autre motif des fusions et acquisitions a trait à la synergie qui peut être réalisée lorsque les opérations des deux sociétés sont intégrées. Pour l'essentiel, les transactions synergiques sont fondées sur les gains obtenus lorsque les points forts d'une société particulière peuvent être partagés avantageusement avec une autre ou lorsque l'intégration des opérations des deux entreprises crée de nouveaux points forts. Dans l'ensemble, on peut distinguer trois moyens principaux de réaliser des avantages synergiques dans le cadre d'une fusion ou d'une prise de contrôle: l'intégration horizontale, l'intégration verticale et la diversification conglomérale.

**L'intégration horizontale** est l'intégration de sociétés qui ont des opérations semblables. Il ne s'agit pas ici d'accroître le pouvoir sur le marché mais d'assurer une intégration horizontale qui permette de réaliser des économies d'échelle, c'est-à-dire de réduire le coût de production unitaire. Les économies d'échelle peuvent se faire au niveau d'une ou de plusieurs usines[37]. Dans le premier cas, on accroît la production dans une usine donnée de manière à ce que les coûts fixes par unité de production s'en trouvent réduits. Dans le deuxième cas, on entreprend la production d'un même bien dans plusieurs usines dispersées géographiquement, chacune étant responsable de répondre aux besoins d'un marché segmenté.

Si la recherche d'économies d'échelle au niveau d'une ou de plusieurs usines peut théoriquement faire peser une menace sur les intérêts des parties concernées, c'est le premier cas, semble-t-il, qui est le plus nuisible. Certes, la coordination de la production dans plusieurs usines peut supposer un certain degré de rationalisation, axée surtout, vraisemblablement, sur les activités des sièges sociaux, mais les perspectives de rupture des relations contractuelles et quasi contractuelles sont sans doute plus

réelles lorsque la production passe de plusieurs usines à une seule usine. Dans ce cas, en effet, on assistera à des fermetures d'usine et les travailleurs subiront des pertes d'emplois. Toutefois, selon la nature de la convention collective existant entre la société et les employés, et compte tenu de la proximité géographique de l'usine fermée par rapport à l'usine faisant l'objet de l'expansion, il est possible que les travailleurs puissent conserver leur emploi. L'intégration horizontale est un autre facteur susceptible de neutraliser ces effets nuisibles du fait qu'elle peut présenter des avantages sous forme d'activités communes de mise au point de produits qui permettent d'accroître la demande de biens et de services produits par la société regroupée. Cette augmentation de la demande peut se répercuter sur les facteurs de production.

Signalons par ailleurs la question de l'avenir des entreprises qui fournissent des biens et services aux usines sur le point d'être fermées. Le fournisseur qui dépend de façon excessive de la clientèle constituée par cette usine peut se trouver acculé à la faillite. Naturellement, si la nouvelle usine commande ses biens et services aux fournisseurs de l'usine sur le point d'être fermée, il sera probablement possible d'éviter des pertes trop lourdes. Contrairement à l'incidence sur les employés et sur les fournisseurs, il est difficile de préciser les répercussions des fermetures d'usine sur les créanciers. D'un côté, la fermeture peut rendre l'exploitation de la société plus efficiente, à l'avantage des créanciers. D'un autre côté, si les titres de créance sont garantis par les usines devant être fermées, la sûreté du créancier peut s'en trouver réduite.

**L'intégration verticale** est motivée par les économies que peuvent réaliser les entreprises en remplaçant par une répartition interne des biens et des services des mécanismes d'affectation faisant appel aux prix et aux processus du marché[38]. Théoriquement, l'internalisation de fonctions assurées jusque-là par le marché n'a pas forcément d'effet nuisible sur les employés et les fournisseurs. Au contraire, ces deux groupes d'intéressés peuvent tirer profit des interactions plus stables désormais dirigées et coordonnées par une seule société. S'il se produit effectivement des déplacements, ceux-ci seront sans doute concentrés au niveau des cadres supérieurs de la société acquise. Ces derniers peuvent être déclarés excédentaires, l'acquéreur ayant déjà ses propres cadres. Dans une moindre mesure, certains employés qui étaient chargés de la commercialisation auprès de consommateurs multiples des biens et services produits par la société acquise peuvent également faire l'objet d'un déplacement. Quant aux créanciers, il est difficile de savoir si l'intégration verticale risque de leur porter préjudice.

La diversification conglomérale représente la forme la moins perturbatrice de transaction synergique, du point de vue des intéressés. Le regroupement des marges brutes d'autofinancement de sociétés dont les risques respectifs présentent une corrélation nulle ou négative de réduire la variance globale du flux des bénéfices du conglomérat[39]. Bien que certains chercheurs soutiennent que cette activité est sans valeur pour les actionnaires de l'acquéreur (étant donné qu'ils peuvent réaliser une diversification financière à moindre coût en constituant judicieusement leur portefeuille), la diversification conglomérale est sans doute à l'avantage des créanciers puisqu'elle réduit le risque global de leur investissement[40]. L'incidence de la diversification sur les employés et les fournisseurs est moins évidente, même si l'on peut supposer qu'elle sera négligeable du fait que l'acquéreur peut souhaiter que la direction de la société acquise mène ses affaires exactement de la même façon qu'auparavant afin que les avantages du regroupement puissent se réaliser.

## Pouvoir monopolistique

La création d'un monopole est un autre motif à la base des fusions et acquisitions. Dans ce cas, les sociétés se regroupent dans le but d'accroître leur pouvoir sur le marché pour la prestation de certains biens, acquérant ainsi une rente de monopole. C'est habituellement l'intégration horizontale qui permet d'obtenir une rente de ce genre. Il est difficile, toutefois, de déterminer *a priori* l'incidence de ces transactions sur les intéressés. Même si la situation financière des créanciers se trouvera vraisemblablement améliorée par des revenus plus importants, l'intégration risque, comme dans le cas de la synergie, d'aboutir à un amoindrissement de leurs garanties. Selon que l'un ou l'autre de ces deux éléments l'emporte, le créancier se retrouvera donc en meilleure ou en pire posture à la suite d'une fusion ou d'une acquisition motivée par des visées monopolistiques. L'incidence de ces transactions sur les employés et sur les fournisseurs est tout aussi ambiguë. Afin de retirer tous les avantages d'un accroissement du pouvoir sur le marché, les entreprises doivent ramener la production des biens et services à un point situé en-deçà du niveau concurrentiel de manière à favoriser l'obtention d'une rente monopolistique. Ces réductions de production peuvent entraîner une diminution de la demande de main-d'oeuvre et de services commandés à des fournisseurs. En revanche, l'obtention de rentes monopolistiques peut avoir pour effet d'accroître la rémunération des divers facteurs de production.

## AVANTAGES FISCAUX

LES SOCIÉTÉS RETIRENT GÉNÉRALEMENT des avantages fiscaux de fusions et d'acquisitions en augmentant leur ratio d'endettement. Même si les avantages de l'endettement peuvent être obtenus autrement que par une fusion ou une prise de contrôle, la direction de la société visée par une OPA peut hésiter à contracter des emprunts de peur d'être assujettie à des remboursements à intérêt fixe[41]. Cette motivation recoupe dans une certaine mesure celle de la «sanction» des cadres par le marché du contrôle des entreprises. Toutefois, les avantages fiscaux peuvent également rendre encore plus attrayantes les fusions ou acquisitions motivées par d'autres facteurs du fait que le coût du capital nécessaire à l'achat des actions de la compagnie visée est subventionné par les économies d'impôt obtenues grâce à la substitution de dettes à des fonds propres dans la structure du capital de l'entreprise.

En soi, la motivation fiscale ne suggère aucun comportement postérieur à l'acquisition qui soit nuisible aux intérêts des employés et des fournisseurs. Néanmoins, les fusions et acquisitions financées par endettement ont subi de nombreuses critiques à cause de leurs effets sur ces groupes d'intéressés. En effet, en alourdissant la dette des sociétés, les opérations financées par endettement incitent, croit-on, les sociétés à se précipiter dans un programme de réduction des coûts de manière à rembourser des intérêts élevés[42]. On considère que ces compressions de coûts ont un effet particulièrement dur sur les employés et les fournisseurs, qui représentent des frais variables dans la structure de production de la société fusionnée. Cette thèse présente, toutefois, certaines difficultés car il n'est pas du tout évident que ces relations peuvent être rompues sans nuire aux caractéristiques de prix et de qualité des biens de la société. Loin d'améliorer le flux des recettes de la société, ces compressions peuvent lui faire perdre des ventes dont elle a désespérément besoin avec, pour conséquence, une érosion encore plus grande de sa capacité d'assurer le service de la dette. Il faut donc en conclure qu'il n'est pas sûr que les transactions par endettement soient nuisibles aux intérêts des employés.

Si l'incidence de l'endettement sur les employés et les fournisseurs n'est pas très claire, l'effet sur les créanciers est beaucoup moins ambigu. L'augmentation du montant de la dette dans la structure du capital de la société, qui devient égal ou supérieur au montant des créances existantes, réduit la valeur de ces dernières. Ce phénomène a été démontré très clairement lors du rachat financé par endettement de RJR Nabisco, où la valeur de la dette en circulation de la société a chuté de 20 pour cent lors de l'annonce de la transaction[43]. Cette réduction témoigne de la dilution

de la part des créanciers dans les avoirs de la société et de l'augmentation des créances sur ses recettes.

Nous avons vu par cette analyse qu'il ne faut pas envisager les effets des fusions et des prises de contrôle de façon purement générale lorsqu'on veut évaluer l'impact sur les groupes d'intéressés autres que les actionnaires. Il importe d'évaluer ces transactions d'après leur effet probable sur le comportement postérieur à la prise de contrôle, que l'on peut prédire en précisant la motivation de la transaction.

## Incidence de la présence d'acquéreurs étrangers sur l'analyse des motivations

Pour comprendre l'incidence de la présence d'acquéreurs étrangers sur l'analyse des motivations effectuée plus haut, il est utile de faire porter l'attention sur le comportement des multinationales — forme d'organisation à laquelle les acquéreurs étrangers font appel le plus souvent pour détenir des avoirs à l'extérieur de leur pays d'origine. La montée des multinationales s'explique par toutes sortes d'imperfections naturelles et artificielles du marché, dont les coûts de transaction, les obstacles à l'information, les entraves au commerce, des mécanismes inadéquats de protection de la propriété intellectuelle qui affectent les marchés internationaux, des produits, des capitaux et des ressources[44]. Il est possible de surmonter les distorsions causées par ces imperfections en internationalisant la production de la société (c.-à-d. en substituant des marchés privés aux marchés publics). La structure et le rendement de la multinationale sont fonction de facteurs propres à la société (connaissance de l'organisation de la production) et de facteurs propres au pays (proximité des marchés de main-d'oeuvre, de ressources et de clientèle locales, stabilité du gouvernement, système culturel). La société, par exemple, qui détient un procédé de production lucratif, mais qui est incapable d'avoir accès aux intrants du pays d'origine à des conditions concurrentielles de prix et de qualité, peut décider d'établir une succursale dans un pays étranger si ce pays offre un approvisionnement plus sûr de ces intrants à des conditions concurrentielles.

De quelle manière la présence d'une multinationale modifie-t-elle l'analyse des motivations utilisée pour évaluer le préjudice causé aux intéressés? Disons dès le départ que la présence d'une multinationale n'ajoute pas de motif supplémentaire à ceux déjà énumérés en rapport avec les acquéreurs nationaux. Si la présence d'une multinationale a un effet sur l'analyse, c'est que le caractère plus élaboré de ses mécanismes de contrôle et de direction améliore son aptitude à s'adapter plus efficacement à l'évolution des avantages comparatifs propres au pays, notamment l'augmentation des coûts de production locaux ou la diminution de la stabilité politique.

Ce caractère adaptatif implique que la multinationale quittera plus volontiers les pays où il existe des facteurs nuisibles. Toutefois, bien que cette adaptabilité des sociétés puisse améliorer l'aptitude de survie de la multinationale, cette caractéristique est troublante pour les intéressés du fait qu'elle témoigne de la capacité et de la volonté de réduire ou de cesser la production dans un pays donné en réaction à des changements marginaux des avantages comparatifs, en faveur d'usines et d'installations à l'étranger, causant ainsi un préjudice aux intéressés du pays d'accueil.

Si solide que puisse sembler ce point de vue, il n'en présente pas moins plusieurs faiblesses. D'abord, le lien entre la mobilité des facteurs et la présence d'acquéreurs étrangers est loin d'être exclusif. Ainsi, rien n'empêche une entreprise nationale d'établir une société de portefeuille multinationale. Même si cette dernière ne sera peut-être pas aussi disposée à déménager ses activités de production à l'extérieur du pays d'origine, il est peu probable qu'elle se permette le luxe, à titre de multinationale, de se laisser aller à des préférences nationalistes et de maintenir la production dans le pays d'origine si l'avantage comparatif de ce pays s'est dégradé. Comme Ohmae l'a fait valoir:

> La plupart des entreprises demeurent nationalistes au tréfond d'elles-mêmes... Toutefois, contrairement à ce que pensent la plupart des gens, cet attachement à la «nationalité» de la plupart des sociétés ne tardera pas à être dépassé. Il l'est déjà. La société IBM Japon est-elle américaine ou nippone? Son effectif de 20 000 employés est japonais mais les actionnaires sont américains. Or, au cours de la dernière décennie, IBM Japon a produit, en moyenne, trois fois plus de recettes fiscales pour le gouvernement japonais que la société Fujitsu. Quelle est vraiment sa nationalité?[45]

Même si la production d'une société est entièrement concentrée dans un pays donné, celle-ci a encore la possibilité de s'installer ailleurs dans le même pays, ce qui peut entraîner des perturbations considérables. Même si les coûts qui en découlent sont peut-être moins lourds que dans le cas d'un déménagement dans un autre pays, du fait que ce sont d'autres citoyens du pays d'origine qui en profitent[46], il n'est pas sûr que cet avantage compensatoire, en particulier lorsque les bénéficiaires se trouvent dans des régions éloignées du pays, soit appréciable[47].

Par ailleurs, même si l'on accepte la thèse voulant que les acquéreurs étrangers soient plus aptes à s'adapter, par un déménagement, aux changements touchant l'avantage comparatif national, il ne faut pas croire que la réinstallation puisse se faire avec la plus grande facilité. Supposons qu'une entreprise ait investi dans une usine et dans du matériel; il lui sera difficile de recouvrer la pleine valeur de cet investissement si elle décide de quitter le pays. Cette perte, ajoutée au coût du transfert de la production dans un autre pays (frais de déménagement et de réinstallation, perte de

production), fera hésiter les acquéreurs étrangers à réagir en cas de changements marginaux relativement peu importants de l'avantage comparatif national.

Ainsi, une fois qu'on a reconnu le rôle que jouent les coûts dans la détermination du comportement de la société multinationale, il apparaît que la crainte de voir l'acquéreur multinational extorquer des concessions, après l'acquisition, aux diverses catégories d'intéressés en les menaçant de déménager est exagérée. Pour que cette stratégie porte fruit, l'acquéreur étranger doit faire peser des menaces crédibles de départ, c'est-à-dire qu'il doit être en mesure de convaincre les intéressés qu'il a l'intention de réinstaller sa production ailleurs si certaines concessions ne sont pas faites par ces intéressés. Or, ces menaces, en particulier dans les premiers temps qui suivent l'acquisition, ne risquent guère d'être convaincantes. En effet, pourquoi la société ferait-elle l'acquisition de biens à l'étranger pour aussitôt les mettre en péril faute de concessions suffisantes de la part des intéressés? Cette remarque s'applique tout particulièrement au cas où les facteurs particuliers à la région, c'est-à-dire la proximité des fournisseurs ou des marchés locaux, entrent en ligne de compte. En termes simples, la décision d'investir dans une région donnée implique «que la société considère ces installations comme un investissement à long terme»[48]. À vrai dire, les menaces de départ sont rarement prises au sérieux si l'on en croit les données empiriques dont nous disposons, qui montrent qu'il n'y a pas de corrélation entre la propriété étrangère et la perte de sécurité d'emploi[49].

En résumé, la présence d'acquéreurs étrangers, plutôt que nationaux, ne modifie guère les conclusions auxquelles nous sommes arrivés concernant les préjudices possibles aux intérêts des groupes concernés dans la plupart des catégories de fusions ou d'acquisitions. En somme, la présence de propriétaires étrangers n'est pas un facteur qui compte beaucoup dans la balance.

## MENACE QUE FONT PESER LES FUSIONS ET LES ACQUISITIONS SUR LES INTÉRESSÉS CANADIENS

LE RYTHME DES FUSIONS ET DES ACQUISITIONS au Canada et aux États-Unis au cours des dix dernières années s'est grandement accéléré. Alors qu'il n'y a eu que 511 fusions ou prises de contrôle au Canada en 1979, ce chiffre avait augmenté de 113 pour cent en 1989 pour passer à 1 091[50]. Il semble que les données applicables au Canada soient du même ordre que celles observées aux États-Unis à cet égard[51]. Néanmoins, malgré cette similitude des tendances observées dans les deux pays, du moins en surface, les régimes auxquels les fusions et les acquisitions sont soumises

ne sont pas identiques. Plus particulièrement, si l'on examine de près les types de fusions et d'acquisitions qui se produisent dans les deux pays, on voit que les transactions canadiennes se font souvent sur une base amicale, et non concurrentielle, tandis que les transactions américaines reposent plus souvent sur des OPA compétitives ou hostiles. Par exemple, sur les 1 148 fusions et acquisitions canadiennes dénombrées par Venture Economics en 1989, sept seulement peuvent être qualifiées d'OPA compétitives hostiles. Aux États-Unis, les données comparables témoignent d'un niveau beaucoup plus élevé[32]. Il peut être tentant de conclure que le nombre peu élevé d'OPA hostiles ou concurrentielles au Canada témoigne d'un manque de dynamisme et de compétitivité, mais il serait difficile de dire quels obstacles particuliers limitent la possibilité, pour des acquéreurs en puissance, de se livrer à leurs activités sur le marché canadien. Dans l'ensemble, on retrouve au Canada une reproduction assez fidèle des caractéristiques de marché concurrentiel que prévoit le *Williams Act* aux États-Unis (période minimale entre la présentation de l'offre et la décision, niveau de divulgation, privilèges de retrait, etc.) de sorte que les acquéreurs canadiens ne jouissent pas d'un pouvoir particulier sur le marché. En outre, les tribunaux canadiens ne sont pas moins empressés que les tribunaux américains de défendre les sociétés visées par des OPA.

Toutefois, malgré les ressemblances entre les régimes juridiques des deux pays, l'examen des données empiriques limitées dont nous disposons sur le Canada, portant sur les avantages qui reviennent aux actionnaires des deux sociétés lors d'une prise de contrôle, montre effectivement que le marché américain des prises de contrôle est plus concurrentiel que le marché canadien. Ainsi, Eckbo, dans l'étude canadienne la plus complète jusqu'à présent[33], a examiné plus de 1 900 cas de prise de contrôle ayant eu lieu entre 1964 et 1983 et a constaté qu'au total, les sociétés initiatrices ont obtenu, en moyenne, un bénéfice résiduel cumulatif de 4,31 pour cent et les sociétés visées, un bénéfice résiduel cumulatif de 10,02 pour cent, en moyenne, dans les douze mois suivant l'annonce d'une fusion[34]. Par comparaison, les données américaines montrent que les gains des sociétés initiatrices sont moins importants (allant de 5 pour cent dans les années 1960 et de 2,2 pour cent dans les années 1970 à un rendement nul ou négatif dans les années 1980)[35] et les gains des actionnaires des sociétés visées plus importants (de 19 pour cent dans les années 1960 et 35 pour cent dans les années 1970 à 30 pour cent de 1980 à 1985)[36] au cours de la même période. Globalement, ces données montrent que les acquéreurs obtiennent au Canada des gains plus que concurrentiels par comparaison avec les États-Unis.

L'explication de ces écarts réside sans doute dans le fait qu'on trouve au Canada un plus haut degré de concentration de la propriété des actions qu'aux États-Unis. Les données de la bourse de Toronto montrent que

seulement 14 pour cent des compagnies incluses dans l'indice composé 300 de 1990 avaient un capital largement réparti tandis que les données comparables aux États-Unis montrent que 63,2 pour cent des principales compagnies ont un grand nombre d'actionnaires[37]. La concentration des actions a pour effet d'abaisser les coûts de coordination des actionnaires et signifie que ces derniers seront plus enclins à surveiller les dirigeants et à sanctionner leur opportunisme sans avoir à compter sur des offres publiques d'achat. C'est pourquoi les occasions d'offre hostile sont moins nombreuses au Canada. La forte concentration des actions explique peut-être également la rareté au Canada des offres d'achat multiples. Étant donné que les actionnaires des sociétés visées peuvent coordonner leur réaction à ces OPA, une bonne partie des négociations et du marchandage qui se font dans le cadre des enchères aux États-Unis peuvent avoir lieu avant l'annonce officielle d'une OPA. À ce moment-là, les actionnaires majoritaires auront peut-être déjà convenu de vendre leurs actions à une société particulière, décourageant ainsi un concurrent de présenter une autre OPA.

Au Canada, les deux motivations les plus importantes des fusions et des acquisitions sont la synergie et le pouvoir monopolistique. Les «sanctions» appliquées à la direction sont moins importantes dans une économie caractérisée par une forte concentration des actions, tandis que les transactions à motivation fiscale ont été entravées faute de capital spéculatif facilement accessible (par comparaison avec le marché des obligations de pacotille des États-Unis). Toujours par rapport aux États-Unis, la plus grande prépondérance des transactions synergiques au Canada donne à penser que les fusions et acquisitions risquent davantage de porter préjudice aux intéressés.

## NÉGOCIATIONS AVEC LES INTÉRESSÉS ET JUSTIFICATIONS NÉO-CLASSIQUES DES INTERVENTIONS

APRÈS AVOIR MONTRÉ dans quelle mesure les fusions et les acquisitions au Canada peuvent nuire aux intérêts des groupes concernés dans certaines conditions bien définies, nous nous demanderons maintenant si ces préjudices peuvent être prévus par les parties et, par conséquent, être réglés *ex ante* par la négociation. Nous supposons à cette fin qu'étant donné que tous les intéressés sont liés à la société par des relations contractuelles ou quasi contractuelles, toute intervention *ex post* doit être justifiée par des indices de défaillance du marché ou de la transaction. Autrement dit, comme les parties ont volontairement noué des relations avec la société, pourquoi ne pourrions-nous pas en conclure qu'elles ont consenti en connaissance de cause à un risque de préjudice en cas de fusion ou de prise de

contrôle et que ce risque a été compensé par certaines concessions accordées *ex ante* par la société? Les créanciers, par exemple, pourraient avoir obtenu un meilleur taux d'intérêt sur leurs prêts, les fournisseurs un meilleur prix pour leurs biens (en particulier s'ils ont dû faire des immobilisations non recouvrables pour répondre spécifiquement aux besoins de la société) et les employés, une prime salariale pour leurs services.

Il n'est pas inutile sur le plan éthique de déterminer si les intéressés ont eu l'occasion d'obtenir des concessions de la société pour les risques de fusion ou de prise de contrôle qu'ils ont assumés. S'ils ont effectivement reçu une compensation *ex ante* pour ce risque, le fait d'intervenir *ex post* pour les dédommager d'un préjudice constituerait une forme de double compensation. On peut s'interroger sur le bien-fondé de telles compensations non seulement à cause de leurs effets nuisibles sur l'avoir des actionnaires mais également à cause de la négligence qu'elles pourraient favoriser. Comme Kaplow l'a signalé, si les gouvernements accordent une protection absolue contre les effets négatifs des événements futurs, ils n'encourageront pas les bénéficiaires à prendre des mesures efficaces de réduction du risque. Il s'agit au fond du problème du risque moral inhérent au marché des assurances privées[38].

L'examen des divers motifs pour lesquels des compensations sont accordées dans le cadre néo-classique traditionnel montre qu'il existe un ensemble varié et bien défini de moyens que le gouvernement peut utiliser pour aider certaines catégories d'intéressés qui ont subi un préjudice en raison d'une fusion ou d'une prise de contrôle.

## MANQUE D'INFORMATION ET RISQUES NON PRÉVISIBLES

LE PLUS GRAND OBSTACLE à l'établissement de relations contractuelles à long terme, c'est la difficulté pour les parties de prévoir l'avenir avec exactitude. De toute évidence, les parties qui s'engagent pour une longue période doivent être en mesure de se faire une idée convenable des conditions futures susceptibles d'avoir une incidence sur leur situation économique. Si elles négligent de se pencher sur la question ou font une grave erreur de jugement quant aux facteurs susceptibles d'intervenir dans l'avenir, il est possible que le partage des risques soit déséquilibré dans le contrat. La question est alors de savoir si les divers groupes d'intéressés ont eu la possibilité de jauger la probabilité et les conséquences d'une fusion ou d'une prise de contrôle future et d'en tenir compte dans leur contrat avec la société.

Pour répondre à cette question, il est utile d'utiliser la distinction faite par Frank Knight en 1921 entre incertitude et risque[39]. Alors que les événements incertains sont si éloignés qu'ils en sont imprévisibles, les risques sont assortis d'une probabilité et peuvent donc être prévus et répartis

par les parties contractantes. De ce point de vue, peut-on dire que les fusions et les prises de contrôle qui ont eu lieu au Canada et aux États-Unis pendant les dix dernières années étaient si peu probables qu'il était impossible aux intéressés de les prévoir (et d'en tenir compte, par conséquent, dans leurs négociations contractuelles)? La réponse n'est pas évidente. On peut dire, toutefois, qu'il est improbable que les parties aient pu prévoir avec exactitude l'ampleur et le rythme des fusions et des acquisitions auxquelles on a assisté à partir du début des années 1980. Il aurait été tout simplement impossible aux travailleurs d'il y a plusieurs décennies de prévoir la multiplicité des facteurs (abolition des barrières au commerce, augmentation de la mobilité du capital, naissance d'un marché des obligations spéculatives, innovations en télécommunications, rôle du Japon et des nouveaux pays industriels) qui se sont conjugués pour produire la vague des fusions et des acquisitions. Or, même si les fusions et les prises de contrôle sont des phénomènes cycliques, les cycles précédents de regroupements obéissaient principalement à des objectifs de diversification financière, par exemple par la constitution d'un conglomérat — forme qui, comme on l'a vu plus haut, est la moins menaçante pour les groupes d'intéressés. Il faut donc en conclure qu'il aurait été difficile, voire impossible, aux intéressés de tenir parfaitement compte de ces événements dans leurs contrats.

Une autre difficulté de la négociation du contrat par les parties intéressées a trait au fait que même si elles peuvent prévoir les risques, elles ne sont guère en mesure d'en tenir compte convenablement. C'est là le phénomène dit de la «disponibilité heuristique», c'est-à-dire que «la probabilité qu'une personne attribue à la réalisation future d'un événement varie en fonction de la facilité avec laquelle elle peut se rappeler un événement qui s'est produit ou peut imaginer les conditions dans lesquelles il pourrait se produire de nouveau dans l'avenir»[60]. Ainsi, un décideur qui ne connaît pas bien personnellement certains types de probabilités, comme le chômage découlant d'une fusion ou d'une prise de contrôle, fera abstraction de cette probabilité, même si rien ne le justifie objectivement. En conséquence, les négociations de ce décideur seront fondées sur une évaluation erronée du risque et son contrat avec la société s'en ressentira[61].

En revanche, ce ne sont pas tous les intéressés qui ont noué leurs relations contractuelles avec la société il y a plusieurs décennies. Bon nombre d'entre eux ont passé leur premier contrat avec la société juste avant ou même après le début de la vague récente de fusions et d'acquisitions, de sorte qu'ils avaient la possibilité de prévoir les effets de ces événements sur leur situation économique future et d'en tenir compte dans leurs négociations.

La thèse voulant que les intéressés soient en mesure d'intégrer à leurs négociations la dimension du risque de préjudice découlant des fusions et des prises de contrôle — même si l'on se reporte à des dizaines d'années

plus tôt — est encore étayée par les travaux récents de Triantis, qui soutient que malgré les difficultés que peuvent avoir les intéressés à imaginer certains risques particuliers touchant l'avenir, et à en tenir compte dans leurs négociations, ils peuvent néanmoins cerner des catégories générales de risques, qui englobent ces risques particuliers, et même les prévoir avec une certaine exactitude[62]. Ainsi, même si les intéressés n'étaient pas à même de prévoir les préjudices particuliers qu'allait causer telle fusion ou acquisition, ils auraient pu malgré tout s'attendre à certaines activités de rationalisation et de restructuration (les fusions et les prises de contrôle ne sont après tout qu'une forme particulière de ce genre d'activités) et exiger *ex ante* des mécanismes de protection et d'indemnisation de la société. Malheureusement, on doit admettre que même les risques d'ordre général, comme celui touchant la restructuration et la rationalisation, ont tellement augmenté au cours des dix dernières années qu'il était pratiquement impossible d'en tenir compte convenablement.

Toutefois, ceux qui prétendent que les intéressés étaient capables de prévoir dans une certaine mesure les effets nocifs des fusions et des prises de contrôle disposent de plus en plus de faits concrets pour étayer leur thèse. Dans le cas des créanciers, par exemple, on sait que les intéressés ont de plus en plus recours à des droits généraux de conversion pour se protéger contre les risques de redistribution découlant d'une fusion ou d'une prise de contrôle. La personne qui n'a pas exigé, du moins au cours de la dernière décennie, de dispositions contractuelles particulières pour se protéger contre le risque de préjudice en cas de fusion ou de prise de contrôle, sous forme d'options de revente des créances à l'émetteur à leur valeur nominale dans certaines conditions (parfois appelées «options de revente empoisonnées») ou sous forme de droits de conversion, peut être réputée avoir pris délibérément la décision de courir un risque de pertes, vraisemblablement compensé par d'autres conditions du contrat de prêt. Ce point a été évoqué dans le contentieux concernant la transaction RJR Nabisco, où l'on a fait la preuve que la Metropolitan Life Insurance Co., l'un des principaux investisseurs de la compagnie, était consciente et de la possibilité de rachat par endettement et des diverses clauses susceptibles de pallier ce risque au moment de l'achat des titres de créance[63].

En ce qui a trait aux négociations menées par les employés, si l'on suppose qu'il est possible de prévoir le préjudice causé par une fusion ou une prise de contrôle au moment de la conclusion du contrat, on pourrait s'attendre à ce que les sociétés susceptibles de faire l'objet de telles transactions accordent des salaires plus élevés aux travailleurs disposés à assumer le risque d'un investissement non recouvrable dans le capital humain propre à la société ou en offrant aux employés des garanties bien concrètes pour les prémunir contre ce risque. Ce genre de garanties peut

prendre la forme d'un engagement de maintenir l'effectif à un niveau donné ou d'accorder aux travailleurs des prestations de recyclage et de cessation d'emploi dans l'éventualité où ils seraient déplacés par suite d'une fusion ou d'une prise de contrôle.

Malheureusement, personne n'a encore entrepris l'étude des primes salariales compensatoires, utilisées pour d'autres risques du milieu de travail, dans le contexte des fusions et des acquisitions. Certaines données ponctuelles montrent toutefois aux États-Unis que les conventions collectives incluent de plus en plus des clauses destinées à assurer aux employés des indemnités en cas de fusion ou de prise de contrôle[64]. Nous n'avons pu trouver dans les conventions collectives canadiennes de dispositions applicables spécifiquement aux fusions et aux prises de contrôle, mais il semble désormais que les conventions collectives prévoient de plus en plus des prestations de cessation d'emploi et des préavis en cas de mise à pied permanente. Ainsi, alors qu'en 1980, 34,9 pour cent et 47,3 pour cent des conventions collectives conclues au Canada ne comprenaient pas de clauses de cessation d'emploi ou de préavis, ces proportions étaient passées, en 1989, à 27,3 pour cent et 40,3 pour cent, respectivement[65]. Naturellement, même si ces données renforcent la thèse voulant que ce ne soit que récemment qu'on ait pris conscience du risque de mises à pied permanentes, elles ne peuvent être considérées comme une confirmation.

En résumé, les données empiriques relatives à la capacité des intéressés de prévoir les risques de préjudice résultant des fusions et des prises de contrôle sont tout simplement trop vagues et hypothétiques pour fonder des conclusions solides. De toute évidence, plus la période a été courte entre le moment de la conclusion du contrat et celui où a commencé à déferler la vague de fusions et d'acquisitions, plus la capacité de prévoir ce genre de transactions et leurs effets a augmenté. Pour les intéressés de date récente, on peut penser qu'ils étaient en mesure de prévoir les fusions et les prises de contrôle. Les autres, toutefois, étaient peut-être moins capables de prévoir les préjudices susceptibles d'être causés par les fusions et les acquisitions, en particulier, et par la restructuration et la rationalisation, en général. Quoi qu'il en soit, même dans un monde où l'information serait parfaite, d'autres facteurs, examinés ci-après, peuvent nuire à la capacité des intéressés de se protéger contre les préjudices.

## Problèmes de préférence

Même si l'on suppose que les intéressés peuvent évaluer avec une certaine exactitude la probabilité de préjudice que pourrait causer une fusion ou une acquisition, il n'est pas sûr que ce facteur influerait sur les négociations elles-mêmes. En effet, d'autres problèmes interviennent alors qui ont trait aux

préférences de deuxième ordre[66]. Ces problèmes surgissent lorsqu'une personne veut obtenir certains biens mais qu'elle n'a pas la discipline personnelle pour consentir aux sacrifices nécessaires à leur obtention. Autrement dit, ces personnes ont des préférences marquées pour certaines préférences. En raison de l'existence de ces préférences de deuxième ordre, l'État devrait limiter les choix dont peuvent se prévaloir les travailleurs afin que ceux-ci optent en faveur de la solution la plus souhaitable. Par exemple, le travailleur qui aspire à la sécurité d'emploi peut être incapable de résister à la tentation d'un meilleur salaire, quitte à sacrifier cette sécurité. Il pourrait donc bénéficier d'une intervention de l'État qui le forcerait à choisir davantage de sécurité d'emploi. Contrairement au risque dont il n'est pas tenu compte sans motif valable, les problèmes de préférence de deuxième ordre peuvent empêcher les intéressés de négocier les risques de préjudice futur, non parce qu'ils ne sont pas capables de les prévoir, mais parce qu'ils choisissent de ne rien faire à cet égard.

Dans ce cas, le bien-fondé d'une intervention est assurément discutable. Certains affirment que, si les gouvernements n'ont plus à tenir compte des préférences exprimées, ils risquent d'abuser de leur pouvoir. Mais comme le processus de négociation comporte des défauts plus évidents en ce qui a trait aux fusions et aux prises de contrôle, pour lesquelles on n'a pas autant à craindre d'interventions gouvernementales indues ou de violations du principe de l'autonomie individuelle, ce point de vue ne devrait pas justifier des interventions.

## PROBLÈMES D'ACTION COLLECTIVE

MÊME SI LES INTÉRESSÉS sont en mesure de cerner les risques découlant d'une fusion ou d'une acquisition éventuelle et même si, par ailleurs, ils peuvent utiliser cette information dans leurs négociations avec la société, ils risquent de se heurter à des problèmes de coûts. En effet, si l'information coûte cher à obtenir et qu'aucun intéressé n'est financièrement disposé à réunir et à analyser les données, il faudra, à moins que l'État n'intervienne, que quelqu'un se charge de coordonner les activités de collecte de l'information. Or, l'action collective est entravée par des problèmes inhérents (loi du moindre effort et apathie rationnelle) qui la rendent difficile à coordonner[67]. D'ailleurs, les problèmes qui minent l'action collective nuisent non seulement aux activités de collecte de données, mais également aux négociations entre les intéressés et la société.

L'ampleur de ces problèmes varie selon le groupe d'intéressés. Dans le cas des créanciers, les preneurs fermes d'obligations et les fiduciaires ont un rôle à jouer à cet égard, les uns dans les négociations proprement dites, les autres pour vérifier les clauses restrictives incluses dans le contrat

d'emprunt obligatoire. À titre d'agents exclusifs des créanciers, ils sont bien placés pour surmonter les problèmes d'action collective et devraient même être en mesure de fournir une bonne partie de l'information dont les créanciers ont besoin[68].

Par ailleurs, la capacité des employés de surmonter les problèmes d'action collective dépend en partie de leur appartenance à un syndicat. Dans le cas des employés syndiqués, les délégués syndicaux devraient être en mesure d'assurer des investissements optimaux dans le domaine de l'information. Malgré tout, même pour les groupes syndiqués, on ne sait pas de façon sûre si l'information obtenue donne lieu à des négociations plus efficaces[69]. De toute évidence, pour les ouvriers non syndiqués, il est encore plus difficile de surmonter les problèmes d'action collective. On pourrait en dire autant des groupes de clients et de fournisseurs même si, compte tenu de l'ampleur de leur intérêt économique dans la société, ils peuvent être suffisamment motivés pour entreprendre cette activité à titre individuel.

Enfin, comme les intérêts de la collectivité ne coïncident pas parfaitement avec ceux des employés et des fournisseurs qui en font partie, les pouvoirs publics locaux, en usant de leurs pouvoirs fiscaux, devraient être en mesure de surmonter les problèmes d'action collective en rapport avec la production et l'analyse de l'information. En effet, les pouvoirs publics locaux, par comparaison avec les autres groupes d'intéressés, devraient être mieux placés pour prévoir les événements qui risquent de déclencher des mises à pied massives. Leur capacité d'obtenir un engagement ferme de la part de la société afin de protéger les investissements en infrastructures communautaires dépend de leur pouvoir de négociation. Dans un contexte caractérisé par une concurrence intense entre des pouvoirs publics décentralisés, la municipalité pourrait bien se trouver incapable d'obtenir cet engagement par crainte de voir la société s'installer ailleurs[70].

Il ressort de l'analyse qui précède que, sauf dans le cas des travailleurs non syndiqués et peut-être également dans celui de quelques clients et fournisseurs, les problèmes d'action collective ne sont pas une cause importante de défaillance du marché.

## Contraintes en matière de diversification du risque

Même si les intéressés peuvent prévoir le risque de fusion ou de prise de contrôle et obtenir de la société des concessions correspondantes, ils peuvent quand même être exposés à un risque excessif en raison des lacunes du marché des assurances. Ce danger est moins grave dans le cas des créanciers. Ceux-ci, en se constituant tout simplement un portefeuille bien diversifié, peuvent réduire considérablement le risque attribuable à une

société particulière. Par comparaison, les employés ne sont pas aussi bien placés pour se prémunir par diversification contre le risque de fusion ou de prise de contrôle. Étant donné que l'investissement en ressources humaines d'une société particulière est peu diversifiable, les moyens de défense sont pratiquement inexistants. Les employés sont donc encouragés à s'en remettre aux employeurs pour qu'ils assurent le risque de fusion et d'acquisition. Toutefois, à moins que les employeurs ne prennent des mesures bien concrètes à cet égard, les employés peuvent douter de la capacité de l'employeur de respecter ses engagements en cas de fusion ou de prise de contrôle ayant une incidence sur les intéressés et pouvant même mener à la faillite de la société.

La réassurance du risque assumé par les employés ou les employeurs comporte une difficulté supplémentaire, à savoir que le risque de préjudice découlant d'une fusion ou d'une prise de contrôle est rarement négocié explicitement. Ce risque est plutôt englobé dans la catégorie générale des perturbations qui peuvent causer des pertes d'emploi. Comme bon nombre de ces perturbations peuvent avoir pour origine le comportement de l'employeur (mises à pied causées par la baisse de la demande d'un produit, par exemple), les réassureurs peuvent hésiter à reprendre à leur compte l'obligation initiale de l'assureur sans modification substantielle du contrat d'assurance. Ces modifications sont essentielles pour éviter les problèmes de risque moral et de choix nuisible.

Quelle incidence a cette analyse sur les clients et les fournisseurs? Dans le cas des clients, ils peuvent évidemment adopter comme stratégie de s'approvisionner uniquement auprès des fournisseurs qui se sont engagés de façon convaincante, sous forme d'investissement non recouvrable dans leur capital de notoriété, à rester en activité à long terme. Cet investissement à fonds perdus constitue une forme d'assurance qui liera le fournisseur, peu importe que ses propriétaires restent les mêmes ou changent. Une autre façon de réduire le risque de perte que peut entraîner la résiliation prématurée du contrat consiste à contracter directement une assurance de première partie. Les fournisseurs, pour leur part, peuvent s'engager fermement à assurer la survie de la relation par des investissements réciproques dans des actifs particuliers à cette relation. La rupture de la relation par l'une ou l'autre des parties met alors en péril l'investissement pour les deux parties. Toutefois, si jamais l'acquéreur est prêt à renoncer à cet investissement, le fournisseur peut se retrouver avec une perte non assurée. Les pertes peuvent être non assurables à cause du danger moral que fait peser le comportement possible du fournisseur comme cause de rupture de la relation. Or, même si certains fournisseurs peuvent être en mesure de répartir ces risques non assurables par la diversification de la clientèle, cela

n'est pas toujours facile pour ceux qui se trouvent dans une localité où il n'y a qu'une seule société.

### Facteurs externes

Lorsqu'elles négocient des protections contre le risque de préjudice pouvant être causé par une fusion ou une acquisition, les parties ne tiennent pas toujours compte des répercussions sur les tiers. Même si ces «externalités» interviennent peu dans les contrats conclus entre une société et ses créanciers, les employés et les fournisseurs, pour leur part, peuvent ne pas tenir compte des pertes subies par la collectivité lorsqu'ils sont mis à pied ou que leur emploi permanent à la société prend fin. Ce problème se produit lorsqu'il y a des mises à pied et des résiliations de contrat massives, alors que l'infrastructure de la collectivité ne peut faire face à l'augmentation de la demande[71]. Avec l'accroissement du nombre de travailleurs ayant besoin d'aide sociale et cherchant un emploi, le bien-être des autres chômeurs ou des fournisseurs sous-utilisés s'en trouve considérablement réduit. Ces effets externes ont une incidence mineure dans les grandes villes où les entreprises sont nombreuses. Dans les petites villes dominées par un employeur unique, en revanche, les effets pourraient être beaucoup plus graves.

L'analyse donne à penser jusqu'à maintenant que les interventions destinées à protéger les intéressés contre les préjudices découlant des fusions ou des prises de contrôle peuvent se justifier par un certain nombre de déficiences du processus de négociation. Pour pratiquement tous les intéressés, l'incapacité de prévoir les problèmes fournit une solide justification aux partisans de l'intervention, mais cet argument ne vaut pas dans le cas des contrats récents. Ainsi, du moins pour les intéressés qui ont conclu un contrat avec la société pour la première fois au cours des dix dernières années, l'argument du manque d'information ne vaut pas. Les arguments concernant l'action collective sont surtout valables pour les employés non syndiqués, mais il importe de reconnaître que les travailleurs syndiqués peuvent ne pas être bien protégés en raison de conflits avec leurs délégués. Les facteurs de diversification du risque et d'externalités sont ceux qui justifient le plus qu'on se préoccupe du sort des travailleurs (syndiqués ou non) et des fournisseurs.

## Choix des moyens d'intervention

Avant d'examiner les options d'intervention auxquelles on peut avoir recours dans ce domaine, il n'est pas inutile de rappeler plusieurs conclusions importantes auxquelles nous sommes arrivés jusqu'ici :

— les fusions et les acquisitions sont des opérations d'accroissement du patrimoine;
— les fusions et les acquisitions ne sont pas motivées principalement par des objectifs de redistribution;
— alors que les fusions et acquisitions peuvent, dans certaines conditions, causer un préjudice aux intéressés, ce préjudice est loin d'être la caractéristique principale ou essentielle de ces transactions;
— lorsque les fusions et acquisitions causent effectivement un préjudice, il est difficile de se convaincre que ce préjudice n'aurait pas eu lieu sans la transaction;
— les déficiences du cadre de négociation expliquent le préjudice causé aux intéressés et l'examen des facteurs en cause montre que ce sont les intérêts des employés et, dans certains cas, des fournisseurs, qui méritent le plus d'être défendus.

À la lumière de ce qui précède, il reste aux décideurs publics à prouver que quelque chose de spécial, au sujet de l'origine et de l'ampleur du préjudice subi à cause d'une fusion ou d'une acquisition, justifie une intervention destinée à venir en aide aux intéressés. Autrement dit, en l'absence de preuves témoignant d'un préjudice exceptionnel, pourquoi ne nous contenterions-nous pas de soumettre les intéressés aux mêmes mécanismes de protection dont jouissent les autres citoyens contre les perturbations économiques externes? Par exemple, en quoi le préjudice résultant d'une fusion ou d'une prise de contrôle est-il foncièrement différent des pertes subies par suite de l'augmentation des taux d'intérêt, d'une variation défavorable du taux de change, d'une pénétration accrue des importations ou même d'une gestion mal inspirée ou inefficace? Le meilleur argument en faveur de l'intervention est peut-être d'ordre éthique, dans la mesure où l'on veut empêcher certains groupes de la société de profiter de la fusion ou de la prise de contrôle alors que d'autres en souffrent — en particulier lorsque l'indemnisation intégrale des intéressés lésés n'empêchera pas les gagnants de conserver un profit résiduel substantiel, même s'il est plus modeste. Par opposition, les autres types de perturbations mentionnés signifient des pertes, d'ampleur diverse certes, pour toutes les parties dont le sort est lié d'une façon quelconque à celui de l'entreprise.

Dans l'hypothèse où l'argument en faveur d'une protection spéciale à accorder aux intéressés qui souffrent d'une fusion ou d'une acquisition ne serait contesté par personne, la meilleure politique à adopter serait de créer des programmes généraux d'aide à l'adaptation en faveur des employés et des fournisseurs touchés. Comme Trebilcock, Chandler et Howse[72] l'ont fait valoir au sujet des employés dans le contexte de la libéralisation des échanges commerciaux, ces programmes ne feraient pas de

distinction entre les personnes touchées en fonction de la cause du préjudice. L'existence d'un préjudice serait un motif suffisant pour justifier l'aide publique. Cette aide serait tournée vers l'avenir et viserait à sauvegarder le capital humain des travailleurs mis à pied en leur permettant de réintégrer le plus vite possible le marché du travail.

En raison de graves contraintes budgétaires, les gouvernements peuvent hésiter à l'heure actuelle à adopter des programmes ambitieux et complets de ce genre. À l'époque des négociations de l'Accord de libre-échange avec les États-Unis, le gouvernement du Canada s'était engagé à mettre en place un programme de ce genre. Malheureusement, deux ans après la conclusion de l'Accord, la promesse n'a pas encore été tenue. Dans ce contexte, il ne reste qu'à envisager des options de «pis-aller». La possibilité de restreindre ou d'interdire délibérément les fusions et les acquisitions n'est pas sérieusement examinée, cependant. En effet, la possibilité de transférer des actifs de façon rentable d'un propriétaire à un autre en vue de maximiser le patrimoine national est trop importante pour qu'on puisse y renoncer, en particulier dans le contexte de très forte concurrence qui caractérise les marchés mondiaux des années 1990.

## Droits et obligations des successeurs

Pour faire en sorte que les intéressés ne subissent pas un préjudice à l'occasion d'une prise de contrôle, on pourrait insister pour que les obligations juridiques contractées avant la prise de contrôle soient prises en charge par les nouveaux propriétaires. Pour certains types de changements de propriété, la fusion par exemple, le droit des sociétés prévoit déjà la protection des créanciers sous forme de dispositions légales obligeant les administrateurs de la société à signifier aux créanciers un préavis de ces transactions de manière à ce que ces derniers puissent y faire opposition s'ils estiment que leurs intérêts risquent d'être lésés[73].

La protection prévue par le droit des sociétés n'est peut-être pas suffisamment large, toutefois, pour préserver les intérêts des travailleurs régis par une convention collective. Pour corriger ce défaut, la législation du travail assure une protection aux travailleurs *syndiqués* en cas de modifications opportunistes apportées aux conventions collectives par suite d'un changement de propriété. Ainsi, l'article 63 de la *Loi sur les relations de travail* de l'Ontario[74] assujettit le nouvel employeur aux clauses des conventions collectives conclues par l'ancien employeur. Selon cette loi, lorsqu'un employeur vend son entreprise, la personne à qui l'entreprise a été vendue est liée par la convention collective de la même manière que si elle avait été partie à cette convention.

Dans l'affaire *Marvel Jewellery*[75], la Commission des relations de travail de l'Ontario a déclaré qu'afin d'assurer la permanence, les obligations découlant de ces droits ne se limitent pas à un employeur particulier, mais sont rattachées à l'entreprise. Tant que l'entreprise continue à être exploitée, les obligations y demeurent associées, indépendamment des changements de propriété. La clause de protection énoncée à l'article 63 a été interprétée de façon positive et libérale et appliquée à une multitude de transactions, dont des fusions et des acquisitions[76].

L'imposition d'obligations aux successeurs représente l'une des méthodes les plus efficaces pour redresser les préjudices occasionnés par les fusions et les acquisitions. En obligeant les acquéreurs à respecter les droits obtenus par les intéressés auprès des anciens propriétaires, les possibilités de rupture opportuniste des relations contractuelles se trouvent diminuées. Ce qui manque à ces instruments, c'est un plus grand champ d'action. La protection qu'ils offrent est bonne en ce qui a trait aux travailleurs syndiqués, mais elle est médiocre dans le cas des employés non syndiqués et des autres intéressés, comme les fournisseurs et les clients, qui méritent d'être protégés.

## NÉGOCIATION OBLIGATOIRE DES FERMETURES D'USINE ET DES MISES À PIED

LES CLAUSES DE NÉGOCIATION OBLIGATOIRE obligeraient les délégués syndicaux et les représentants des employeurs à entreprendre de bonne foi des négociations sur certains points particuliers. En principe, les dispositions à cet égard pourraient s'appliquer lorsque l'on négocie l'ensemble de la convention collective ou à un autre moment pendant la durée de validité de cette convention. Au Canada, la protection des employés par suite d'une fermeture d'usine ou de mises à pied est le plus souvent soumise à des négociations de bonne foi qui précèdent l'adoption d'une nouvelle convention collective[77]. Il n'est pas sûr, toutefois, qu'il soit possible de rouvrir la convention lorsqu'une fermeture d'usine ou des mises à pied massives sont annoncées[78]. Aux États-Unis, dans l'affaire *First National Maintenance*[79], la Cour suprême n'a pas accordé beaucoup de marge de manoeuvre pour rouvrir les conventions[80].

Le bien-fondé de la négociation obligatoire de ces questions au moment de l'adoption d'une nouvelle convention collective est incontestable. Conformément aux principes de l'école néo-classique, les parties devraient être encouragées à prévoir les événements futurs nuisibles et à trouver des solutions acceptables dans leurs relations contractuelles. Si l'employeur refuse de négocier de bonne foi à cet égard, la loi devrait l'obliger à coopérer. Le bien-fondé des négociations pendant la durée de

validité de la convention est cependant plus complexe. Langille a soutenu qu'en limitant les négociations sur les fermetures d'usine et les mises à pied au moment de l'adoption d'une nouvelle convention collective, la loi encourage les employeurs non seulement à ne pas apporter de changements, mais également à ne pas faire connaître leurs décisions concernant ces changements. L'employeur se trouve plutôt incité à garder le silence pendant les négociations, à rendre le syndicat prisonnier de la convention et à ne révéler ses projets ou les actions qu'il entend prendre qu'ultérieurement. Il s'agit donc d'un système axé sur la non-divulgation[81]. Sans une information adéquate, les représentants des travailleurs ne peuvent négocier efficacement, de sorte que les possibilités d'en arriver aux accords qui auraient été conclus dans un contexte de pouvoirs de négociation équilibrés et de parfaite information se trouvent réduites. On peut présumer qu'en accordant aux syndicats le droit de négocier ces questions pendant la durée de validité de la convention collective, la qualité et l'équité des résultats de la négociation seraient améliorées[82].

Malheureusement, l'argument en faveur de la négociation obligatoire en cas de fermeture d'usine et de mises à pied pendant la durée de validité de la convention collective n'est pas sans poser plusieurs problèmes. D'abord, même si l'on prend pour hypothèse que la direction a des motifs stratégiques pour refuser de communiquer aux employés de l'information importante au moment de la négociation d'une nouvelle convention, il n'est pas sûr que le syndicat se trouvera entravé dans son aptitude à négocier. En effet, l'accès des délégués syndicaux à l'information fournie par des collègues d'autres sociétés de la même industrie peut leur conférer des atouts susceptibles de corriger le déséquilibre dans l'information. Cette «mise en commun» de l'information peut permettre aux syndicats de juger avec perspicacité de la gravité des pertes d'emplois possibles, d'une façon au moins égale, sinon supérieure, à celle de la direction.

Une autre difficulté inhérente au fait de conférer aux travailleurs le droit de négociation si des usines ferment leurs portes pendant la durée de la convention collective est que cette approche ne favorise pas la planification privée à long terme. Si les parties ont l'occasion de discuter des démembrements lorsqu'ils surviennent, elles n'auront peut-être pas recours à des stratégies rentables de réduction des risques de fermetures d'usines, les représentants des travailleurs optant sans doute our des solutions plus coûteuses lorsque les fermetures surviendront effectivement.

Enfin, l'efficacité même des négociations de mi-période est douteuse. Lorsqu'une entreprise a décidé de réduire sa capacité de production au moyen de mises à pied ou de fermetures d'usines, le climat des négociations entre le syndicat et la direction s'en trouve perturbé au détriment des intérêts des travailleurs. Alors que la négociation initiale d'une convention de

travail est empreinte de prévoyance, la décision de réduire les activités de production signale la fin de l'engagement que la direction a pu prendre au sujet des rapports à long terme et l'émergence de problèmes débilitants typiques des «derniers moments». Dans ces conditions, le pouvoir de négociation des travailleurs sera sérieusement miné, et il est assez peu probable que la direction leur accordera des concessions valables. En conséquence, l'attribution de pouvoirs de négociation de cette nature offre une protection limitée aux travailleurs syndiqués, alors que les travailleurs non syndiqués ne sont nullement protégés.

## ÉLARGISSEMENT DES OBLIGATIONS DANS LES LOIS SUR LES SOCIÉTÉS

POUR PROTÉGER LES INTÉRÊTS DES GROUPES CONCERNÉS, il est souvent proposé d'élargir dans les lois sur les sociétés les obligations fiduciaires des dirigeants d'entreprise. Ces obligations, que l'on associe d'habitude uniquement aux actionnaires, engloberaient des responsabilités directes envers les créanciers, les employés, les fournisseurs et les collectivités. L'une des premières propositions de ce genre a été faite par Merrick Dodd dans les années 1930. Pour lui, étant donné que l'opinion publique en était venue à considérer l'entreprise comme «une institution économique qui a une fonction sociale aussi bien que lucrative», les dirigeants d'entreprise devraient avoir des comptes à rendre à des groupes autres que les actionnaires[83]. Sous diverses formes, la proposition de Dodd a été avancée à plusieurs reprises depuis[84]. Plus récemment, les gouvernements de plusieurs États se sont montrés plus attentifs à ces propositions d'élargissement des obligations des dirigeants d'entreprise et ils ont pris des dispositions à cette fin. L'article 23-1-35-1(d) du *Business Corporation Law* de l'Indiana est instructif à cet égard:

> L'administrateur peut, dans l'examen des intérêts de la société, tenir compte des effets de ses décisions sur les actionnaires, les employés, les fournisseurs et les clients de la société, ainsi que sur les municipalités où les bureaux et les autres installations de la société sont situés...

Ces mesures, pour une bonne part, donnent à la direction des sociétés visées une plus grande marge de manoeuvre dans leur réponse à une OPA hostile.

Les propositions de ce genre se sont heurtées à une résistance considérable de la part des juristes traditionnels. Ainsi, le comité chargé des lois sur les sociétés de la section du droit commercial de l'Association du barreau américain en est arrivé à la conclusion que ces lois pourraient modifier fondamentalement les prémisses sur lesquelles le droit des sociétés a

été élaboré... multipliant ainsi les occasions de malentendus et créant des possibilités de discorde.[85]

Ce malaise à l'égard des lois de protection des groupes d'intéressés tire son origine de la réponse classique de Berle à Dodd:

> On ne peut abandonner le point de vue voulant que les sociétés commerciales existent dans le seul but de faire des bénéfices au profit de leurs actionnaires tant qu'on ne sera pas en mesure de définir clairement un régime susceptible d'application raisonnable aux responsabilités des autres parties.[86]

Autrement dit, sans obligations juridiques bien définies à l'égard d'un ensemble d'intéressés (par exemple, les actionnaires), il est difficile, voire impossible, de contrôler efficacement les actes des dirigeants de sociétés.

Il est facile de voir quelles seraient les conséquences de l'adoption de lois de protection des groupes intéressés dans le contexte des fusions et des acquisitions. L'introduction d'objectifs multiples et potentiellement incompatibles dans les lois sur les sociétés donnerait aux agents de la société encore plus de pouvoir pour définir à leur gré les objectifs de l'entreprise. Ce pouvoir discrétionnaire pourrait être si général qu'il deviendrait pratiquement impossible aux dirigeants de rendre des comptes à quelque groupe d'intéressés que ce soit, de sorte qu'ils se trouveraient libres d'agir en fonction de leurs propres besoins. À vrai dire, ces modifications seraient particulièrement utiles aux dirigeants des sociétés visées dans la mesure où elles légitimeraient un comportement qui, bien qu'il puisse sembler à première vue destiné à protéger les intérêts des groupes concernés, viserait en réalité à éviter à ces dirigeants d'être chassés.

Pour pallier ce problème de pouvoir discrétionnaire potentiellement illimité des dirigeants, on pourrait redéfinir l'appareil de direction des entreprises modernes. Les obligations de la direction envers les intéressés pourraient être prescrites dans le détail par les autorités et assujetties à des contrôles directs. Les recommandations dans ce sens portent sur la restructuration des conseils d'administration. Il est proposé, par exemple, d'inclure des représentants des groupes d'intérêts spéciaux dans le conseil d'administration de la société[87]. Dans ce cas, les lettres patentes de la société préciseraient le nombre de sièges destinés à des représentants de groupes d'intéressés identifiables. La plupart des options proposées à cet égard, toutefois, laissent à désirer quant à la qualité et à la nature des décisions qui seraient prises, étant donné la présence de groupes d'intérêts hétérogènes dans le conseil d'administration. La divergence et l'incompatibilité des intérêts au sein du conseil empêcheraient les dirigeants de donner une orientation ferme aux affaires de la société. Comme on peut le constater dans les modèles législatifs pluralistes, les décisions devraient sans doute se

prendre par consensus, ce qui empêcherait l'entreprise de réagir aux nouveaux défis de façon efficace. En outre, comme chaque partie craindrait la façon dont l'information serait utilisée dans ce contexte, les dirigeants pourraient délibérément dissimuler de l'information au conseil d'administration.

Malgré la noblesse apparente des intentions initiales, ces modifications des lois n'offrent qu'un semblant de protection aux groupes d'intéressés. Au mieux, elles ne sont qu'un palliatif destiné à retarder une restructuration certes douloureuse, mais inévitable, de l'entreprise. C'est pourquoi les avantages que peuvent en retirer les intéressés ne peuvent être que limités et à court terme. En outre, l'entreprise pourrait se trouver empêchée d'apporter les changements nécessaires pour assurer sa survie dans un monde de concurrence accrue. Dans ces conditions, les obstacles érigés contre les fusions et les acquisitions risqueraient de condamner l'entreprise et ses groupes d'intéressés à des conséquences beaucoup plus graves — fermeture d'usine ou faillite — que les perturbations déclenchées par la rationalisation. Au pire, ces modifications pourraient permettre à la direction des sociétés visées de soutirer aux acquéreurs des avantages personnels en échange d'un consentement à la fusion ou à la prise de contrôle. Une fois ces avantages obtenus, la direction de la société visée pourrait cesser complètement de s'opposer à la transaction et laisser les intéressés se débrouiller tout seuls. Pour toutes ces raisons, l'élargissement des obligations dans le cadre des lois sur les sociétés, de manière à ce que celles-ci incluent des dispositions pour protéger les intérêts des intéressés en cas de fusion ou d'acquisition, n'est pas recommandé.

## DISPOSITIONS LÉGISLATIVES CONCERNANT LES FERMETURES D'USINES

LES MESURES LÉGISLATIVES concernant les fermetures d'usines obligent en général les employeurs à donner aux employés un préavis de la fermeture imminente d'une usine et à verser des primes de cessation d'emploi aux travailleurs qui subissent une perte d'emploi permanent. Le préavis permet aux travailleurs et aux collectivités de se préparer aux préjudices causés par la mise à pied. Les employés peuvent alors commencer à se chercher un nouvel emploi et à faire les rajustements financiers nécessaires. Les municipalités peuvent pour leur part mieux se préparer à faire face à une demande supplémentaire de services. Les données empiriques semblent étayer la thèse suivant laquelle ce genre de dispositions légales apporte une aide appréciable aux travailleurs[88]. Les primes de cessation d'emploi indemnisent les travailleurs des pertes entraînées par la rupture prématurée du contrat de travail. Pour les travailleurs âgés, ces indemnités sont

particulièrement importantes étant donné qu'elles réduisent l'ampleur du manque à gagner sur la rémunération différée imputable à l'investissement dans le capital humain de l'entreprise.

Malgré leur efficacité et leur valeur sur le plan éthique, les mesures législatives relatives aux fermetures d'usines font encore l'objet de critiques en raison de leur tendance à entraver les opérations de la société avant la fermeture et à empiéter de façon indue sur les droits de la direction. Plus précisément, les auteurs de ces critiques affirment que les mesures législatives ont pour effet d'accroître les exigences des syndicats, d'amener les clients à annuler leurs commandes et à réduire l'aptitude de la société à obtenir les crédits nécessaires. Cipparone, pour sa part, a prétendu que la plupart de ces préoccupations n'étaient pas fondées[89] et que les mesures législatives concernant les fermetures d'usines créaient un climat plus propice à la coopération entre les parties patronale et syndicale. Ainsi, au lieu de gaspiller un temps précieux à se chamailler avec les syndicats au sujet de la perspective d'une fermeture d'usine, la direction peut concentrer son attention sur l'adoption d'un programme approprié d'adaptation de la main-d'œuvre. Cipparone doute également que les mesures législatives concernant les fermetures d'usines aient des effets perturbateurs sur les relations entre l'entreprise et ses principaux clients. L'annulation précipitée des commandes ne se ferait que dans des circonstances exceptionnelles[90]. Enfin, les créanciers ne refuseraient pas d'avancer des fonds à la société si la fermeture de l'usine était interprétée comme une façon d'améliorer la productivité globale de l'entreprise.

Du point de vue de la protection des employés contre les effets négatifs des fusions et des acquisitions, les mesures législatives concernant les fermetures d'usines semblent particulièrement bien adaptées à la protection des travailleurs, tout en respectant des critères d'éthique. Parmi les problèmes, on peut signaler la non-protection des fournisseurs qui peuvent subir des pertes importantes au titre de l'investissement qu'ils ont fait pour ce client particulier. Un autre problème a trait au fait que ces mesures législatives peuvent décourager des transactions qui autrement seraient souhaitables. En effet, à un moment donné, une taxe de sortie peut devenir une taxe d'entrée, au point que les acquéreurs éventuels hésiteront à investir dans une société assujettie à un tel carcan. C'est l'élasticité de la demande en matière de contrôle des entreprises dans l'industrie considérée qui déterminera si les exigences de préavis et de primes de cessation d'emploi sont suffisamment importantes pour empêcher les acquisitions dans cette industrie.

## CONCLUSION

JE ME SUIS EMPLOYÉ, dans le présent document, à rassembler des arguments convaincants contre la restriction ou l'interdiction des fusions et des acquisitions au nom de la protection des groupes d'intéressés. Mon message, c'est que même si ces transactions bouleversent souvent les attentes, elles n'en ont pas moins des conséquences profitables à l'économie dans son ensemble. Les fusions et les acquisitions sont simplement la manifestation — et non la cause — de restructurations et de rationalisations inévitables. À ce titre, il importe que les décideurs publics ne prennent pas les effets pour la cause.

Dans ce contexte, quel rôle Investissement Canada devrait-il jouer dans la réglementation des fusions et des acquisitions? Même si l'on peut faire appel à des mécanismes d'examen des investissements étrangers afin de protéger les groupes d'intéressés, il n'y a pas de consensus qui justifierait l'assujettissement des acquisitions étrangères à un processus d'examen distinct. Comme nous l'avons vu plus haut, les données empiriques n'appuient aucunement la thèse suivant laquelle les acquéreurs étrangers seraient intrinsèquement plus enclins que les acquéreurs nationaux à compromettre la situation des intéressés après une prise de contrôle. En outre, le processus d'examen des demandes d'investissement étranger semble particulièrement mal adapté à la mise en évidence des menaces pesant sur les intérêts des groupes d'intéressés. Comme l'information est encore limitée à cette étape, la prédiction des effets futurs de la prise de contrôle sur les intéressés demeure nécessairement extrêmement spéculative et se prête facilement aux erreurs. Certes, il serait possible d'obtenir des engagements de protéger les intérêts des groupes concernés en exigeant le maintien de certains niveaux de production ou d'emploi, mais ces exigences, si elles étaient respectées, pourraient faire obstacle aux gains d'efficience que permettrait de réaliser le renvoi de la main-d'oeuvre excédentaire.

Par le passé, les responsables du processus canadien d'examen des investissements se sont souvent appuyés sur les engagements pris à l'égard des travailleurs affectés à la production pour approuver les demandes présentées par des acquéreurs étrangers[91]. Cette ligne de conduite était dans une large mesure inspirée par le mandat de l'Agence d'examen de l'investissement étranger (AEIE), qui obligeait l'Agence à évaluer l'opportunité de l'investissement étranger en se fondant sur plusieurs considérations de fond, dont les avantages du point de vue de l'emploi. Spence et Rosenfeld ont fait observer qu'étant donné que les effets sur l'emploi figurent parmi les critères les plus facilement quantifiables et revêtent une importance particulière du point de vue politique, l'AEIE leur a accordé une grande

importance[92]. À vrai dire, l'examen des cas approuvés par l'AEIE entre 1982 et 1984 montre qu'environ 70 pour cent d'entre eux, lorsque les transactions avaient un effet sur l'emploi, ont produit un net avantage pour le Canada. Même si l'information concernant les critères d'approbation est moins précise en ce qui a trait à l'agence qui a remplacé l'AEIE, Investissement Canada, il semble que la réforme portant à la fois sur les procédures et sur le fond qui a inspiré la *Loi sur Investissement Canada* a abouti à un processus moins axé sur le maintien des emplois et davantage sur la compétitivité globale.

Quoi qu'il en soit, dans un contexte qui est loin d'être idéal, Investissement Canada peut bien être l'un des seuls organismes de l'État capable d'assurer une protection réelle aux groupes concernés. Même si Investissement Canada court le risque de créer, par ses interventions, des distinctions non souhaitables dans le traitement des groupes d'intéressés touchés par des fusions ou des acquisitions étrangères plutôt que nationales, on peut espérer que la prise de conscience de ces distinctions aura pour effet, au niveau politique, d'inciter le gouvernement à adopter des programmes d'adaptation d'application plus générale. D'après notre analyse, par conséquent, le rôle d'Investissement Canada ne doit pas être de faire obstacle à ces transactions, mais plutôt de diriger l'élaboration de politiques d'adaptation axées sur l'avenir et susceptibles d'optimaliser l'utilisation des ressources humaines et financières.

## NOTES

1. Aux États-Unis, l'AFL-CIO a soutenu que les fusions et les acquisitions ont entraîné la perte de plus de 500 000 emplois. (Prises de contrôle hostiles: Audiences du comité sénatorial sur les banques, le logement et les affaires urbaines, 100e congrès, première session 262 (4 mars 1987) (déclaration de Thomas P. Donahue, secrétaire-trésorier, AFL-CIO.) Par ailleurs, de nombreux dirigeants politiques et observateurs universitaires ont dressé la liste des préjudices subis par les autres groupes d'intéressés (voir Lipton, «Corporate Governance in an Age of Finance Capitalism» (1987), 136, *Univ. Penn., L. Rev.* 1; Proxmire, «What's Right and Wrong About Hostile Takeovers?», 1988, *Wisconsin L. Rev.* 353). Les fournisseurs à long terme de la société, que ce soit de biens ou de services, ont vu leurs contrats avec l'entreprise être résiliés ou non reconduits. Les clients sont incapables d'avoir accès aux pièces et aux services pour des biens durables coûteux. Les créanciers de la société ont subi une perte de valeur de leurs titres de créance à cause des nombreuses activités de restructuration et de refinancement de la société. Enfin, dans les municipalités qui

dépendent de façon excessive du sort d'une seule entreprise, la réduction des activités ou, plus grave encore, la fermeture d'usines, menace la valeur de l'infrastructure communautaire non recouvrable, ce qui peut être catastrophique pour la municipalité.

2. Pour un examen de l'effet des lois des États contre les prises de contrôle sur la situation économique des actionnaires, voir Romano, «The Political Economy of Takeover Statutes» (1987) 73 *Virg. L. Rev.* 111; et «The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion» (1988) 57 *U. Cincinnati L. Rev.* 457.
3. Voir Berle, «Corporate Powers as Powers in Trust» (1931) 44 *Harv. L. Rev.* 1049; Dodd, «For Whom Are Corporate Managers Trustees?» (1932) 45 *Harv. L. Rev.* 1145; Berle, «For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note» (1932) 45 *Harv. L. Rev.* 1365 et Dodd, «Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?» (1935) 2 *U. Chi. L. Rev.* 194.
4. Voir par exemple Carney, «Does Defining Constituencies Matter?» (1990) 59 *Cincinnati L. Rev.* 385.
5. Cette analyse est reportée en attendant que d'autres questions difficiles soient tranchées concernant la vigueur et l'exclusivité des liens entre ces préjudices réputés et les fusions et les prises de contrôle, la capacité des intéressés à obtenir des arrangements *ex ante* pour se protéger adéquatement contre les préjudices, la légitimité des attentes des intéressés concernant le traitement dont ils feront l'objet à la suite d'une fusion ou d'une prise de contrôle et la manière dont il est tenu compte de ces attentes (p. ex., contrats explicites ou implicites).
6. Pour une analyse plus poussée du rôle des mécanismes de rémunération différée, et de l'incidence sur les négociations collectives et le droit du travail, voir Wachter et Cohen, «The Law and Economics of Collective Bargaining: An Introduction and Application to the Problems of Subcontracting, Partial Closure, and Relocation» (1988) 136 *Univ. Penn. L. Rev.* 1349.
7. Shleifer et Summers («Breaches of Trust in Hostile Takeovers», *infra*) signale que la prise de contrôle de Youngstown Sheet and Tube a abouti à la perte de 6 000 emplois entre 1977 et 1979. Les faillites ont grimpé de 769 en 1977 à 1 948 en 1981. La valeur des logements a chuté de 23 pour cent en l'espace d'un an, ce qui a produit une perte dans toute la municipalité à cause d'une prise de contrôle d'un milliard de dollars.
8. Voir Bluestone, «In Support of the Deindustrialization Thesis», ch. 4, dans Staudohar et Brown, *Deindustrialization and Plant Closure*, 1987.
9. Mckee a soutenu qu'il existait des données anecdotiques montrant que les obligataires sont touchés négativement par les activités liées aux prises de contrôle. D. McKee, «Managerial Behavior and Takeovers»

dans *Hostile Takeovers*, D. McKee (s.l.d.), 1989. Les données à l'appui de cette thèse ont été puisées dans deux articles de journaux.

10. Les données concernant la distribution des avantages relatifs au contrôle entre l'acquéreur et les actionnaires de la société visée dans les prises de contrôle américaines, par exemple, montrent que la nature de cette distribution a évolué considérablement en fonction de changements juridiques et institutionnels, comme l'adoption de nouveaux régimes d'enchères et de modifications du marché permettant, par exemple, la participation d'un plus grand nombre de compagnies aux «enchères». Voir Jarrell et Bradley, «The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers» 23 *Journal of Law and Economics*, (1980) 371.
11. MacIntosh, «Poison Pills: Noxious Nostrum for Canadian Shareholders», 18 *Canadian Business Law Journal*, 57, 1989.
12. Daniels et MacIntosh, «The Distinctive Features of Canadian Capital Markets and their Impact on Corporate Securities Regulation», *Osgoode Hall Law Journal*, sous presse, 1991.
13. C. Brown et J. Medoff, «The Impact of Firm Acquisitions on Labour» dans Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, 1988.
14. Brown et Medoff, voir ci-dessus à la p. 23. La thèse voulant que les fusions n'aboutissent pas à des réductions salariales générales pour les employés est étayée par les résultats d'une étude récente entreprise par Fust et Peoples, «Merger Activity and Wage Levels in U.S. Manufacturing», 1989, 10 *Journal of Labour Research* p. 183. Par l'examen des micro-données de 1981, les chercheurs ont trouvé que si certaines formes de fusions (fusions de conglomérats) aboutissaient à des réductions salariales pour les employés dans l'industrie touchée, la plupart des fusions (horizontales, verticales ou extension de produits) donnaient lieu à des augmentations salariales pour les employés travaillant dans l'industrie touchée.
15. Yago, *Junk Bonds: How High Yield Securities Restructured Corporate America*, ch. 7, 1991.
16. Rossett, «Do Union Wage Concessions Explain Takeover Premiums? Evidence on Contract Wages», *National Bureau of Economic Research Working Paper* # 3187, 1989.
17. Yago, voir *supra* p. 135. Ces résultats sont compatibles avec ceux des travaux antérieurs effectués par Yago et Stevenson, *Employment Impacts of Mergers and Acquisitions*, document de travail, Economic Research Bureau, W. Averell Harriman School of Management and Policy. State University of New York à Stony Brook, 1987. Ils comprennent également des études effectuées par le Bureau of Labour Statictics (1989) (Yago, p. 136), qui a conclu que, sur 2 020 fermetures d'usines et mises à pied massives dans 29 États, seulement 6,6 pour cent des

pertes totales d'emplois pouvaient être imputées à des changements de propriété.

18. Yago a trouvé que, au cours de la période allant de 1981 à 1986, la croissance cumulative de la productivité des usines touchées par un rachat par endettement était de 2,8 pour cent supérieure à celle des usines non touchées par un rachat par endettement (p. 163).
19. Fait intéressant, les coûts comparativement supérieurs des mises à pied de cols blancs (par opposition aux cols bleus) concernaient la mise à pied d'un nombre moins important de travailleurs. La raison en est que les employés mis à pied ont reçu des salaires plus élevés avant la cessation d'emploi.
20. Lichtenberg et Siegel, «The Effect of Takeovers on the Employment and Wages of Central Office and Other Personnel», *First Boston Working Paper Series*, Graduate School of Business, Columbia University, FB-89-05, janvier 1989.
21. Pontiff, Shleifer et Weisbach, «Reversions of Excess Pension Assets After Takeovers», University of Chicago, Graduate School of Business, Centre for Research in Securities Prices, Working Paper #267, 1989, cité dans Romano, *Theory of the Corporate Form*, cas établis pour un cours enseigné à l'Université de Toronto, Faculté de droit, janvier 1991, p. 299-300.
22. Kim et McConnell, «Corporate Mergers and the Co-Insurance of Corporate Debt», 32 *Journal of Finance* 1977, p. 349.
23. Asquith et Kim, «The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders», 37 *Journal of Finance*, 1982, p. 1209.
24. Denis et McConnell, «Corporate Mergers and Security Returns», 16 *Journal of Finance and Economics*, 1986, p. 143.
25. Crabbe, *infra*, fait observer que les pertes subies par les créanciers à l'annonce du rachat monstre par financement de RJR Nabisco (un milliard de dollars) ne représentaient qu'une petite fraction des bénéfices revenant aux actionnaires de la société visée (12 milliards de dollars).
26. Amihud, «Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth» dans Amihud, *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*, 1989, p. 11-12. Dans le même esprit, voir Crabbe, *Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and 'Super Poison Put' Bond Covenants*, document de travail, Federal Reserve System, février 1990. Dans cette étude, les obligataires ont subi des pertes de 12,33 pour cent de la valeur de leurs obligations à la suite d'une restructuration du capital. Toutefois, ces résultats ne s'appliquent que grossièrement à ce contexte étant donné qu'il n'y a pas de lien nécessaire entre la restructuration du capital et les fusions ou prises de contrôle.

27. Lehn et Poulsen, «Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed?», dans Weidenbaum et Chilton, *Public Policy Toward Corporate Takeovers*, 1988.
28. Fait encore plus frappant, le prix des actions privilégiées en circulation (non corrigé) a augmenté en moyenne de 23,37 pour cent au moment de l'annonce, les augmentations les plus marquées touchant trois émissions de titres non convertibles (40,67 pour cent).
29. Marais, Schipper et Smith, «Wealth Effects of Going Private for Senior Securities» (1989) 23 *Journal of Finance* 155. D'après leur étude, «il y a seulement 19 rachats, qui au total représentent moins de 2 pour cent de l'ensemble des gains financiers des actionnaires, pour lesquels les pertes plausibles des détenteurs de la dette — de l'ordre de 10 pour cent de la valeur comptable — peuvent expliquer entièrement les gains des actionnaires».
30. La divergence d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers à l'égard de certains types de transactions proposées («coûts institutionnels de la dette») est analysée dans Barnea, Haugen et Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting* (1985), ch. 3 et 4, et dans Klein et Coffee, *Business Organizations and Finance: Legal and Economic Principles* (4e édition), (1990), ch. 4.
31. Manne, H., «Mergers and the Market for Corporate Control» (1965) 73 *J. Pol. Econ.* 110. Manne soutient qu'en raison de diverses défaillances des marchés qui déterminent le comportement des cadres, soit les marchés des produits, de la main-d'oeuvre et des capitaux, le marché des prises de contrôle est essentiel pour protéger les intérêts des actionnaires des sociétés à grand nombre d'actionnaires dispersés.
32. On trouvera des données empiriques à l'appui de cette thèse dans Lichtenberg et Siegel, *supra*.
33. Il existe plusieurs travaux d'importance dans ce domaine, dont Baumol, *Business Behaviour and Growth* (1959); Marris, *The Economic Theory of 'Managerial Capitalism'* (1964) et Williamson, «Managerial Discretion and Business Behavior» (1963), 53 *Am. Eco. Rev.* 1032.
34. Shleifer et Summers, «Breach of Trust in Hostile Takeovers» dans Auerbach, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (1988).
35. Voir la conclusion concernant le rôle minimal du détournement entre les créanciers et les actionnaires dans Dennis et McConnell, *supra*.
36. Même si, comme on l'a vu plus haut, les changements de propriété ne semblent pas offrir l'occasion de redistribution opportuniste.
37. Scherer, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 2e s.l.d., 1980, p. 81-104.
38. Voir Coase, «The Nature of the Firm», 4 *Economica N.S.*, 1937, p. 386.

39. Voir Levy et Sarnat, «Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers» 25, *Journal of Finance*, 1970, p. 795.
40. Voir Amihud et Lev, «Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers» 12, *Bell Journal of Economics*, 1981, p. 605. Voir également Mason et Goudzwaard, «Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach» 31 *Journal of Finance*, 1976, p. 39.
41. Pour un exposé complet sur cette thèse, voir Jensen, «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», 76 *Amer. Eco.* 323 (Papers and Proceedings), mai 1986.
42. Voir Lipton, «Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism» (1987) 136 *U. Penn. L. Rev.* 1.
44. Les obligations cotées «A» en circulation de RJR Nabisco ont chuté de valeur, selon les estimations, d'environ 20 pour cent ou un milliard de dollars, à l'annonce du rachat. Voir Crabbe, *Event Risk: An Analysis of Losses to Bondholders and 'Super Poison Put' Bond Covenants*, Working Paper, Capital Markets Section of the Division of Research and Statistics, Board of Governors of the Federal Reserve System, février 1990, p. 1.
44. Voir Caves, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, 1982.
45. Ohmae, *The Borderless Worlds*, 1990, p. 10.
46. Sykes a soutenu une thèse semblable dans le contexte des échanges commerciaux. Pour lui, même si l'augmentation des importations provenant de la libéralisation des échanges a augmenté la richesse nationale, le fait que des travailleurs étrangers supplantent des travailleurs nationaux revêt une importance d'ordre éthique. Voir Sykes, «Gatt Safeguards Reform: The Injury Test» dans Trebilcock et York, *Fair Exchange: Reforming Trade Remedy Laws*, 1990.
47. Comme les pertes du déménagement intérieur sont compensées par les bénéfices réalisés au pays alors que les coûts d'un déménagement international ne sont pas neutralisés par des compensations analogues, cette activité est peut-être moins préoccupante pour les décideurs nationaux. D'un point de vue éthique, cette distinction peut être suspecte étant donné qu'elle suppose un lourd tribut pour le bien-être des citoyens étrangers. L'importance éthique de la nationalité est examinée dans le compte rendu d'un symposium sur les Obligations au-delà des frontières, dans 98 *Ethics*, 647 (juillet 1988).
48. Enderwick, «Labour and the Theory of the Multinational Corporation» (1982), *Ind. Rel. Jour.*, été 1982, p. 32-36.
49. Voir Warner, «The Comparative Measurement of Industrial Relations in Multinational Firms» dans Tudyka (s.l.d.), *Multinational Corporations and Labour Unions*, 1973; McAlesse et Counahan, «Stickers

or Snatchers? Employment in Multinational Corporations During the Recession», 41 *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 1979.

50. Voir Khemani, *Les fusions et acquisitions au Canada et dans certains pays étrangers: tendances récentes* dans ce volume.
51. Voir les données de Khemani, *supra*.
52. Voir MacIntosh et Daniels, «Capital Markets and the Law: The Peculiar Case of Canada», 3, *Canadian Investment Review*, 1990, p. 77.
53. B. Epsen Eckbo, «Mergers and the Market for Corporate Control: The Canadian Evidence», 19 *Canadian Journal of Economics*, 1986, p. 236-60.
54. Eckbo a également trouvé qu'il n'y avait pas de différence importante sur le plan statistique entre le rendement enregistré par les actionnaires des sociétés initiatrices et visées dans le cadre des fusions horizontales par opposition aux fusions.
55. Voir G. Jarrell et A. Poulsen, *Bidder Returns*, document de travail mentionné dans «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980», G. Jarrell, J. Brickley et J. Netter, 2 *Journal of Economic Perspectives*, 1988. Voir également M. Jensen et R. Ruback, «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence», 11, Journal of Financial Economics, 1983, p. 5. et M. Bradley, A. Desai et E. Kim, *Determinants of the Wealth Effects of Corporate Acquisitions*, document de travail, University of Michigan, 1984.
56. Jensen et Poulsen, *supra*.
57. Voir MacIntosh et Daniels, *supra*, p. 44.
58. L. Kaplow, «An Economic Analysis of Legal Transitions» (1986) 99 *Harv. L. Rev.* 511.
59. Knight, *Risk and Uncertainty*, 1921.
60. Triantis, *infra*, p. 14.
61. L'influence de la mise de côté du risque sur les négociations avec les travailleurs apparaît le plus clairement dans le contexte de la santé et de la sécurité au travail, où les travailleurs ont tendance à ne pas tenir compte dans leurs négociations avec la direction du risque grave que font peser les maladies à longue période de latence. Par exemple, voir Tuohi et Trebilcock, *Policy Options in the Regulation of Asbestos-Related Hazards*, Study for the Royal Commission on Matters of Health and Safety Relating to the Use of Asbestos in Ontario, 1982. À l'opposé, voir Gunderson et Swinton, *Collective Bargaining and Asbestos Dangers at the Workplace*, Study for the Royal Commission on Matters of Health and Safety Relating to the Use of Asbestos in Ontario, 1981, ch. 5, et Dworkin, Feldman, Brown et Hobson, «Workers' Preferences in Concession Bargaining», 27 *Ind. Rel.* 7: 1988. Une étude sur la négociation des contrats du syndicat des Métallurgistes

unis d'Amérique a mis en évidence une préférence uniforme pour la sécurité en matière de santé, de pension et d'emploi par rapport aux autres avantages.

62. G. Triantis, «The Management of Unknown Risks and the Doctrine of Excuse», exposé devant l'Association canadienne du droit et de l'économie, 26 et 27 octobre 1990. Triantis s'inspire des travaux de Fischhoff, Slovic et Lichenstein, «Fault Trees: Sensitivity of Estimated Failure Probabilities to Problem Representation» 4, *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1978, p. 330, qui ont trouvé que les estimations de probabilité faites par les individus exposés à des arbres de panne complets concernant la cause du non-démarrage de leur auto étaient semblables aux estimations des personnes qui ont accès à des arbres de panne amputés.
63. *Metropolitan Life Insurance Company and Jefferson-Pilot Life Insurance Company c. RJR-Nabisco et R. Ross Johnson*, p. 716 F. Supp. 1504 (S.D.N.Y. 1989), p. 1511-1514. Après un examen des documents internes témoignant de cette conscience du risque par l'investisseur, le juge de district Walker, déclare: «Les documents... soulignent le risque inhérent au marché lui-même, pour tout investisseur. Des investisseurs aussi chevronnés que MetLife et Jefferson-Pilot auraient du mal à convaincre qui que ce soit de leur ignorance de ces risques du marché.» (1514)
64. E. Kassalow, «Concession Bargaining: Towards New Roles for American Unions and Managers» (1988) 127 *Inter. Lab. Rev.* Kassalow signale que la vague des fusions aux États-Unis a eu un effet profond sur le comportement des syndicats. Ceux-ci ont non seulement cherché à obtenir, par négociation, des clauses portant sur les préavis et les obligations des successeurs, mais ont également joué un rôle important dans le processus de restructuration, au point d'organiser des rachats par les employés et de trouver des alliés pour contrer l'OPA.
65. Données provenant d'un ouvrage intitulé *The Current Industrial Scene in Canada* (1989). On peut voir un exemple du type particulier d'engagements contractuels obtenus par la partie syndicale auprès de la partie patronale en réaction à une fermeture d'usine à l'occasion de la fusion de Carling O'Keefe et de Molson. Étant donné que la fusion devait entraîner la perte de 1 400 à 7 000 emplois, les syndicats ont obtenu par négociation une série d'avantages pour les employés mis à pied, dont des primes généreuses de cessation d'emploi, des prestations de retraite anticipée pour les employés âgés, le maintien de l'assurance-santé et dentaire et des services d'orientation professionnelle. Voir *Facts and Trends*, rapports de la compagnie Canadian Labour Views Co. Ltd.

66. Ces problèmes sont analysés dans C. Sunstein, *Disrupting Voluntary Transactions*, ch. 10.
67. Les coûts institutionnels sont analysés en détail dans M. Jensen et W. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure», 3 *Journal of Finance and Economics*, 1976, p. 305; E. Fama, «Agency Problems and the Theory of the Firm», 88 *Journal of Political Economy*, 1980, p. 288; Robert Clark, *Corporate Law*, 1986, p. 389-400.
68. Pour une discussion approfondie des divers mécanismes de protection des créanciers contre les abus des sociétés, voir M. McDaniel, «Bondholders and Corporate Governance» (1986) 41 *Business Lawyer*, 413.
69. Il est peu probable que les préférences au sein du syndicat soient suffisamment homogènes par rapport à l'ensemble des membres pour obliger le syndicat à choisir une préférence particulière parmi celles qui se font concurrence, pendant la négociation d'une convention collective avec la partie patronale (voir B. Kaufman et J. Martinez-Vazquez, «The Ross-Dunlop Debate and Union Wage Concessions: A Median Voter Analysis» (1987) 8 *J. of Lab. Res.*, 291; P. Cappelli et W. Sterling, «Union Bargaining Decisions and Contract Ramifications: The 1982 and 1984 Auto Agreements» (1988) 41 *Indust. and Lab. Rel. Rev.* 195. Ce processus de sélection signifie invariablement que les préférences de certains travailleurs seront mises de côté en faveur des préférences d'autres travailleurs. C'est pourquoi, en règle générale, les délégués syndicaux mettent l'accent sur les préférences de l'électeur moyen, étant donné que l'appui de celui-ci (ainsi que le soutien des électeurs inframarginaux) est nécessaire pour assurer la ratification de la convention collective dans le cadre des élections à majorité simple (voir B. Howard, «The Interpretation of Voting in the Allocation of Economic Resources», 58 *Quarterly Journal of Economics*, 1943, p. 27).
70. Cette préoccupation porte sur l'efficacité du modèle de fédéralisme concurrentiel. Voir R. Prichard, en collaboration avec J. Benedickson, «Securing the Canadian Economic Union: Federalism and Internal Barriers to Trade» dans Trebilcock, Prichard, Courchene et Whalley (s.l.d.), *Federalism and the Canadian Economic Union*, 1983.
71. Voir M. Gunderson, «Alternative Mechanisms for Dealing with Permanent Layoffs, Dismissals and Plant Closings», p. 127-27 dans Riddell, *Adapting to Change: Labour Market Adjustment in Canada*, 1988.
72. Trebilcock, Chandler et Howse, *Trade and Transitions*, 1990.
73. Voir l'art. 177 de la *Loi sur les compagnies* de l'Ontario de 1982, S.O., 1982, c. 4.

74. LRTO, SRO 1980, c. 228.
75. Rapport de la CRTO, septembre 1975, p. 733.
76. Dans l'affaire *Thorco Manufacturing Ltd.*, 65 CLLC, p. 16, 52, la Commission a déclaré qu'elle était incitée à donner à l'article une interprétation étendue et libérale plutôt qu'étroite et restrictive et qu'elle était contrainte de croire que l'article ne comprend pas les transactions qui incluent des dispositions à titre gratuit ou autres qui ont pour effet d'aliéner l'entreprise ou une partie discernable de l'entreprise de l'employeur. Même si la commission peut soustraire les successeurs à l'obligation de l'article 63 lorsqu'il est démontré que l'employeur successeur a modifié substantiellement le caractère de l'entreprise, cette dérogation a été rarement accordée. Comme la Commission l'a déclaré dans l'affaire *Vaunclair Meats Ltd.*, [1981] OLRB Rep. mai 581 : «Le libellé et le contexte donnent à penser que la dérogation à la règle générale est d'application limitée... (La dérogation) ne vaut que dans des cas exceptionnels où la personne achète une entreprise, pour ensuite la transformer en une exploitation complètement différente dans un marché de main-d'oeuvre et de produits sans aucun lien avec l'entreprise d'origine».
77. B. Langille, «Equal Partnership in Canadian Labour Law», 21 *Osgoode Hall Law Journal*, 1983, p. 496.
78. Langille, *supra*, citant *Pulp and Paper Industrial Relations Bureau and Canadian Paper Workers Union* [1978] 1 Can. *LRBR* 60, Weiler.
79. *First National Maintenance* v. N.L. Rev.B. (1981) U.S. 666.
80. D'après la cour, la négociation portant sur les décisions de la direction qui ont une incidence considérable sur le maintien de la disponibilité de l'emploi ne devrait être obligatoire que si les avantages du point de vue des relations patronales-syndicales et du processus de négociation collective l'emportent sur les désavantages qui entravent l'exploitation de l'entreprise. Une analyse du cas se trouve dans D. Kuhn et C. Zech, «Plant Closings and Public Policy : Achieving an Optimal Level of Plant Closings» (1988), 10 *Law and Policy* 63 (pour les États-Unis), et dans J. Hedlund, «An Economic Case for Mandatory Bargaining Over Partial Termination and Plant Relocation Decisions» (1986), 96 *Yale L.J.* 949.
81. Langille, *supra*, p. 517.
82. Voir également Hedlund, «An Economic Case for Mandatory Bargaining Over Partial Termination and Plant Relocation Decisions», 95, *Yale Law Journal*, 1986, p. 949. Hedlund soutient que les négociations obligatoires pendant la durée de validité de la convention collective serviront à atténuer les préoccupations des employés, qui craignent que la direction menace de fermer l'usine uniquement pour obtenir des concessions salariales de la part des travailleurs. Les méca-

nismes de protection légaux déclenchés par les négociations obligatoires (p. ex., obligation de divulguer, pénalité pour fausse représentation, obligation de bonne foi) se conjuguent pour accroître la probabilité qu'une information crédible soit dévoilée et augmenter les chances que les parties patronale et syndicale en arrivent à un accord satisfaisant pour tous.

83. Dodd, «For Whom Are Corporate Managers Trustees?», 45 *Harv. L. Rev.*, 1932, p. 1145, 1148.
84. Voir R. Nader, M. Green et J. Seligman, *Taming the Giant Corporation*, 1976, et E. Weiss, «Social Regulation of Business Activity: Reforming the Corporate Governance System to Resolve an Institutional Impasse», 28, *UCLA L. Rev.*, 1981, p. 343.
85. Comité chargé des lois sur les sociétés, «Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion», 45 *Business Lawyer*, 1990, p. 2253.
86. A. Berle, «For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note», 45, *Harv. L. Rev.*, 1932, p. 1365, 1367.
87. Pour une discussion de cette question et d'autres propositions destinées à dresser un modèle de régie des sociétés faisant appel aux groupes d'intéressés, voir R. Romano, «Metapolitics and Corporate Law Reform» (1984), 36 *Stan. L. Rev.* 923.
88. E. Lazear, «Job Security and Unemployment» cité dans Ehrenberg et Jakubson, *infra* (les dispositions de préavis de plus de 60 jours ont augmenté le rapport emploi-population de 0,003 pour cent et la moyenne des salaires hebdomadaires de 0,07 pour cent); N. Folbre, J. Leighton et M. Roderick, «Plant Closings and Their Regulation in Maine, 1971 - 1982» (1984), 37 *Industrial and Labour Relations Rev.* 1985 (la signification volontaire d'un préavis d'un mois aux employés mis à pied a réduit considérablement l'incidence des fermetures d'usines sur le chômage local pendant le mois de fermeture); J. Addison et P. Portugal, «The Effect of Advance Notification of Plant Closing on Unemployment» (1987), *41 Industrial and Labour Rel. Rev.* 3 (le préavis est associé à des durées de chômage qui sont de 35 pour cent plus courtes que prévu); Ehrenberg et Jakubson, «Advanced Notification of Plant Closing: Does it Matter?» (1989), 28 *Industrial Relations* 60 (les dispositions de préavis ont réduit de façon appréciable la probabilité mais non la durée du chômage subi par les employés mis à pied). Pour la thèse contraire, voir M. Howland (peu d'avantages constatés pour le préavis), Podgursky et Swaim (le préavis n'a eu une influence positive que dans le cas des femmes occupant un poste de col blanc en ce qui a trait à la durée mais non à la probabilité) (cité dans Ehrenberg et Jakubson).
89. Cipparone, «Advance Notice of Plant Closings: Toward National Legislation» (1981) 14 *Univ. Mich. J. Law Reform* 283.

90. Ces circonstances incluent les cas où il est mis fin à la production d'un bien particulier, où d'autres fournisseurs sont facilement accessibles, où il n'y a pas d'autres compagnies qui fabriquent les pièces de rechange pour la gamme de produits abandonnée et où les ventes futures aux clients actuels ne touchent pas l'entreprise qui ferme l'usine. Voir Cipparone, p. 298.
91. Voir, par exemple: Canadian GE - Pirelli Cables (81-81); Amdahl Corporation - Tran Communications Ltd. (81-82); Prudential Insurance Co. - Bache Halsey Stuard Canada and Halsey Stuart Corporate Services (82-82); Hewlett Packard - Panacom Automation Inc. (83-84). Ces cas, toutefois, concernant généralement un engagement pris par l'acquéreur d'accroître le nombre d'emplois mais non de maintenir les niveaux d'emploi après la rationalisation. Une demande approuvée, Canadian General Electric - Camco Inc. (83-84), comprenait l'engagement par l'acquéreur d'investir un montant considérable, soit 50 millions de dollars, dans la modernisation et la rationalisation des activités de l'usine. Les négociations n'ont pas porté sur des engagements d'emploi explicites car les plans de développement ont été accueillis favorablement puisqu'ils semblaient améliorer les perspectives de Camco de même que, par conséquent, la sécurité d'emploi des employés (rapport annuel de l'AEIE, 1983-1984, p. 3).
92. Spence et Rosenfeld, *Foreign Investment Review Law in Canada*, 1984, p. 183.

## REMERCIEMENTS

JE TIENS À REMERCIER Mark Crawford, Andrew Green, Gord Haskins, Sue Hutton, Mike Kovacevic et Tim Lewis pour l'aide exceptionnelle qu'ils m'ont apportée par leurs recherches. Comme toujours, j'ai pu bénéficier grandement des services créatifs et efficaces de Debra Forman, bibliothécaire en droit commercial international de la Faculté de droit de l'Université de Toronto. J'ai reçu également des commentaires utiles de la part de David Beatty, Bruce Chapman, Robert Howse, Lawson Hunter, David Husband, Roberta Romano, Ian Stewart et Len Waverman. Je suis tout particulièrement redevable à Michael Trebilcock, qui a donné généreusement de son temps et de ses idées pendant toute la période de rédaction de cet article. Je lui dois beaucoup. Naturellement, les démentis habituels s'appliquent.

*A. E. Safarian*
*Centre d'études internationales*
*Université de Toronto*

# Commentaires du rapporteur

DEPUIS AU MOINS UNE VINGTAINE D'ANNÉES, l'étude des investissements étrangers au pays et des sociétés multinationales est une industrie en croissance rapide. Au cours des dernières années, les recherches sur les fusions et acquisitions se sont multipliées aussi en réaction à la vague de prises de contrôle qui a déferlé sur les États-Unis, sur le Canada et sur d'autres pays pendant les années 80. Les articles de ce volume explorent un sujet qui a fait l'objet de peu de recherches indépendamment des investissements directs étrangers. Par opposition aux investissements en installations nouvelles, les fusions et acquisitions transfrontalières constituent la plus grande partie de tels investissements directs depuis les années 80 et peut-être avant cette période[1].

Nous résumons chacun des articles ci-après pour ensuite aborder deux questions connexes de politique publique. Les gouvernements s'intéressent maintenant quelque peu à la première de ces questions, soit le fait que, mis à part les restrictions en matière d'investissements étrangers, les marchés nationaux des fusions et acquisitions manifestent une accessibilité assez inégale. L'autre question concerne les répercussions de ces articles sur la politique d'examen des fusions et acquisitions dont des entreprises étrangères sont soit les auteurs, soit les cibles.

## RÉSUMÉ DES ÉTUDES

L'ARTICLE DE KHEMANI DÉCRIT LES TENDANCES RÉCENTES des fusions et acquisitions au Canada et les compare aux tendances dans plusieurs autres pays industrialisés. Les comparaisons se limitent au nombre d'opérations ou d'avis de fusions et d'acquisitions. Les données pour le Canada révèlent une augmentation des fusions et acquisitions au cours des années 80 en ce qui concerne à la fois le nombre de cas et la fréquence des opérations d'une valeur supérieure à 100 millions de dollars. De façon générale, les transactions des entreprises étrangères ont dépassé

en nombre celles des entreprises intérieures. Ces données laissent présager des niveaux plus élevés de capitaux étrangers et de concentration globale au Canada, ce qui se manifeste déjà dans une certaine mesure.

Les tendances des fusions et acquisitions au Canada trouvent généralement leurs équivalents aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais non dans les autres pays industrialisés étudiés. En données corrigées des différents PNB réels, la Suède, suivie du Canada et du Royaume-Uni, est le siège du plus grand nombre de fusions et acquisitions. Khemani formule deux réserves qu'il convient de souligner en interprétant ces données. Puisqu'elles se fondent sur les nombres, elles sont dominées par l'acquisition d'entreprises relativement petites. Il existe aussi des différences de définition des nombres de fusions et d'acquisitions, les définitions utilisées en Australie et en France générant de données dont la portée est relativement limitée. Khemani constate aussi que, même s'il existe certains facteurs communs influant sur les fusions et acquisitions d'un pays à l'autre, il existe aussi d'importantes différences institutionnelles, comme l'examen des prises de contrôle étrangères et les différences de concentration de l'actionnariat.

L'article de Knubley, Krause et Sadeque est le seul qui se concentre sur les acquisitions canadiennes à l'étranger. La première partie de l'article puise aux données sur les investissements directs à l'étranger et sur les fusions et acquisitions transfrontalières pour faire ressortir certains importants changements dans ces activités à l'étranger. Depuis deux décennies, les investissements directs canadiens à l'étranger ont enregistré une augmentation régulière par rapport aux investissements internes. Les rapports plus égaux qui se sont instaurés entre les investissements internes et externes sont caractéristiques des grands pays industrialisés à l'exception du Japon. En même temps qu'une forte augmentation d'acquisitions canadiennes à l'étranger, surtout de 1986 à 1990, le Canada, à l'instar d'autres petits pays, manifeste une tendance relativement marquée à investir à l'étranger relativement à son PNB. Les deux tiers des entreprises qui investissent à l'étranger sont de petite ou de moyenne taille, la plupart n'ayant qu'une seule filiale. Cependant, trente-neuf entreprises plus grandes, dont la plupart sont sous contrôle canadien, représentaient presque 40 pour cent des opérations et une part beaucoup plus importante de leur valeur. Environ 70 pour cent des investissements directs canadiens à l'étranger ont lieu aux États-Unis.

La deuxième partie de l'article présente les résultats d'un sondage effectué par Investissement Canada auprès de 23 plus grandes entreprises sous contrôle canadien ayant fait des investissements directs à l'étranger. Certains des facteurs qui influent considérablement sur les investissements à l'étranger, comme les barrières douanières et les entraves au transport, correspondent à ceux dont font état d'autres études. Cependant,

d'aucuns seront peut-être surpris d'apprendre que les impôts et les règlements canadiens se classaient au bas d'une longue liste de facteurs incitatifs. Quatre études de cas complètent les conclusions de l'article.

Rugman et Waverman étudient les acquisitions transfrontalières en posant certaines questions au sujet du modèle de Porter, notamment en ce qui concerne le traitement des investissements directs étrangers[2]. Ce modèle attribue l'avantage concurrentiel des pays à quatre variables endogènes (les facteurs, la demande, les industries de soutien et la stratégie de l'entreprise) et à deux variables exogènes (le gouvernement et le hasard). Soutenant que ce modèle minimise l'importance des activités des multinationales, Dunning a suggéré qu'elles soient considérées comme une troisième variable exogène influant sur les quatre déterminants endogènes[3]. Rugman et Waverman mettent ces idées à l'épreuve en appliquant une méthode d'internalisation en vertu de laquelle les actifs propres à un pays interagissent avec les actifs propres à une entreprise. Leurs données proviennent d'Investissement Canada et embrassent toutes les acquisitions étrangères d'entreprises canadiennes de 1974 à 1990, ces acquisitions étant classées par secteur et par pays d'origine. Ils constatent qu'en gros les structures d'acquisition dans les ressources, la fabrication et les services sont assez semblables pour le Japon, les États-Unis et la Communauté européenne, surtout si l'on tient compte du fait que le Japon est un des plus récents investisseurs étrangers au Canada. Ils concluent donc que ce sont en grande partie les possibilités qui s'offrent au Canada qui déterminent la tendance des acquisitions étrangères au pays alors que l'analyse de Porter suggère différentes tendances déterminées par des variables relatives aux pays d'origine.

Les auteurs poursuivent en étudiant la tendance des acquisitions étrangères au Canada et des investissements en installations nouvelles pendant les périodes couvertes par l'Agence d'examen de l'investissement étranger et par Investissement Canada. La première de ces agences a très probablement influé surtout sur les acquisitions à plus petite échelle par des entreprises américaines incapables d'assumer les coûts du processus d'examen. Cependant, aucune de ces agences ne semble avoir perturbé les tendances des investissements directs internes, comme ceux qui s'effectuent entre le Japon, les États-Unis et la Communauté européenne. Les auteurs ajoutent que, pour étudier les répercussions économiques globales de ces agences, il faut disposer de modèles plus complets des déterminants des fusions et acquisitions. Ils soulignent aussi certaines améliorations des données qui permettraient d'effectuer une analyse plus rigoureuse, comme la nécessité de classer à part les nombreuses acquisitions indirectes soumises à examen pour la seule raison que la société mère a changé de propriétaire.

Dans une étude précédente, Caves a constaté que la pénétration d'un marché étranger par l'acquisition d'une entreprise établie plutôt que par un investissement en installations nouvelles rapporte généralement un taux de rendement inférieur, mais moins incertain[4]. Dans leur article publié dans ce volume, Baldwin et Caves analysent les conséquences des fusions et d'autres changements de contrôle en utilisant toutes les données de Statistique Canada sur les établissements de fabrication pour 1970 et 1979. Ils ont comme objectif principal de déterminer les conséquences sur les fusions et acquisitions du contrôle de l'établissement par des intérêts intérieurs ou étrangers, et ce, relativement à certaines questions comme la productivité et la taille de l'usine. Une question à laquelle donnent lieu les analyses de ce genre est de savoir comment contrôler d'autres aspects de la structure de l'industrie, tels que sa concentration, qui pourraient attirer des entreprises multinationales. Ils ont procédé en classant les industries en 1970 selon le pourcentage d'expéditions résultant d'entreprises sous contrôle étranger, pour ensuite diviser ces entreprises en tiers selon que la participation étrangère y est élevée, moyenne ou faible.

Pendant cette période, la proportion d'établissements subissant des changements de contrôle a augmenté dans la mesure où l'importance de la propriété étrangère a crû. La propriété étrangère a également entraîné une réduction considérable des investissements en installations nouvelles et des fermetures d'entreprises existantes. De fait, là où elle existe, la propriété étrangère se caractérise par un changement de contrôle plutôt que par une concurrence sur le marché des produits, qui incite le plus à accroître l'efficience. Les conséquences favorables des changements de contrôle augmentent dans la mesure où croît la présence de capitaux étrangers dans l'industrie, mais le transfert de propriété d'un pays à un autre engendre aussi des effets favorables. Cependant, un certain nombre de conséquences négatives se font sentir dans un cas, c'est-à-dire quand le contrôle d'une industrie passe d'intérêts intérieurs à d'autres intérêts intérieurs dans le secteur où les intérêts étrangers ont peu pénétré.

Baldwin et Caves ont aussi constaté que les industries à forte concentration de capitaux étrangers ont plus de chance de profiter d'un changement de contrôle en faisant usage de biens matériels et incorporels. Cependant, la nationalité de l'acquéreur n'affecte pas systématiquement le rendement de toutes les industries à condition de tenir compte des possibilités de modifier profitablement le contrôle offertes par la structure du marché. Il existe une certaine division du travail en ce sens que le contrôle par des intérêts intérieurs favorise la limitation des coûts alors que le contrôle par des intérêts étrangers entraîne de plus grandes réaffectations de ressources, qui peuvent s'accompagner de gains synergiques.

Dans leur article, Patry et Poitevin étudient dix prises de contrôle hostiles de grandes entreprises au Canada de 1986 à 1989, à l'égard desquelles on disposait de données suffisantes pour évaluer les raisons pour lesquelles les vendeurs ont touché d'importantes primes (estimées). Leur évaluation du rendement après la prise de contrôle suggère que les primes ne peuvent être attribuées dans une large mesure aux économies résultant de licenciements, d'investissements réduits ou de diminutions d'impôt. Il semble que des facteurs stratégiques expliquent la plus grande partie des primes, surtout si l'on tient compte des actifs revendus par l'acquéreur initial. Pratiquement toutes les acquisitions et reventes étrangères se classent dans la catégorie des transactions stratégiques.

Ces conclusions ressemblent à celles dont font état des études comparables effectuées aux États-Unis, sauf en ce qui concerne les licenciements. On devrait prendre note du fait que les auteurs donnent une définition assez générale du terme «stratégique», une définition qui couvre les fusions horizontales et verticales, les premières étant prépondérantes dans cette étude. Les auteurs soutiennent que ces genres de fusions ont le plus de chance de permettre une réduction des coûts en raison, par exemple, d'économies d'échelle ainsi que de l'intégration de différentes fonctions de l'entreprise. Cette étude ne fait aucune distinction entre ces sources possibles de gain, mais les calcule à titre résiduel après avoir évalué la probabilité des autres sources.

Mintz et Halpern analysent la façon dont les différences entre les régimes fiscaux du Canada et des États-Unis affectent les opérations transfrontalières. Leur examen détaillé des deux systèmes fiscaux suggère que: 1) dans la plupart des cas, des taux effectifs d'imposition du capital plus élevés au Canada favorisent l'implantation aux États-Unis; 2) les règles régissant les roulements en franchise d'impôt et le transfert des pertes fiscales subies avant l'acquisition tendent à rendre les fusions et acquisitions plus avantageuses que les investissements en installations nouvelles si les deux entreprises sont constituées en sociétés dans la même juridiction; 3) les règles fiscales ont tendance à favoriser une filiale plutôt qu'une succursale, à quelques exceptions près; 4) ces règles favorisent aussi les échanges plutôt que les ventes d'actions; et 5) il est habituellement préférable de contracter plus d'emprunts au Canada où les taux nominaux d'imposition des sociétés et le taux d'inflation sont plus élevés.

Il est difficile de croire que les différences de régimes fiscaux qu'ils décrivent n'aient pas d'effet sur ces questions, si l'on présume que le Canada et les États-Unis n'ont pas cessé de former des fiscalistes, avocats ou comptables. Cependant, les données actuelles ne nous permettent pas de vérifier directement l'influence de la fiscalité sur différents aspects des fusions et acquisitions transfrontalières, par opposition aux investissements directs

étrangers. Les observations indirectes, résumées dans cet article, consistent en études sur les façons dont les acquisitions étrangères améliorent la rentabilité après impôt des multinationales. Certaines de ces observations confirment les répercussions de la fiscalité sur les fusions et acquisitions transfrontalières, quoique les auteurs constatent que certains facteurs non fiscaux influent aussi sur la plus grande partie des résultats. Leurs conclusions provisoires comprennent plusieurs questions sur la fiscalité et les fusions et acquisitions transfrontalières que l'obtention de données convenables permettrait de vérifier.

Alors qu'on met souvent l'accent sur le bien-être des actionnaires, Daniels étudie plutôt comment les fusions et acquisitions affectent les intérêts des autres parties, particulièrement les employés, les fournisseurs, les clients et les créanciers. Il soutient que, même si l'on peut nuire à de tels intérêts dans certains cas, un raisonnement *a priori* et les études empiriques disponibles n'indiquent pas qu'il s'agisse là de la caractéristique principale ou centrale des opérations[5]. Néanmoins, il arrive parfois qu'on porte atteinte aux intérêts de certaines parties prenantes. De plus, ces dernières sont souvent incapables de protéger leurs intérêts à l'avance en raison de risques imprévisibles et des coûts associés à cette protection. Daniels soutient qu'on peut légitimement intervenir, de préférence par l'entremise de programmes d'adaptation visant spécialement à réduire les coûts privés auxquels font face les employés déplacés et les fournisseurs. Il étudie aussi les avantages d'un certain nombre de mesures de pis-aller, telles que la négociation obligatoire en cas de fermeture ou de licenciement et l'extension des responsabilités des administrateurs dans la législation des sociétés.

Daniels se demande aussi comment l'existence d'entreprises multinationales qui réagissent plus directement à la conjoncture internationale pourrait influer sur les intérêts des parties prenantes. Il soutient que la propriété étrangère ne réduit ni n'aggrave les effets préjudiciables de la plupart des fusions et acquisitions sur les parties touchées par ces dernières. Cependant, les observations citées ne suffisent pas pour étayer une conclusion dans un sens ou dans l'autre.

## Questions choisies de politique publique

Ce résumé se concentre sur certains thèmes qui reviennent dans la plupart des articles, notamment les déterminants des fusions et acquisitions et leurs répercussions sur les actionnaires et sur d'autres intérêts privés. Quoique certains de ces articles comportent un nombre appréciable de tests empiriques, on a considérablement insisté, surtout pendant les périodes de discussion, sur le besoin d'obtenir des données plus

précises sur les fusions et acquisitions et sur les opérations transfrontalières connexes.

Même si les articles ne sont pas principalement axés sur la politique publique, certains font des commentaires sur d'importantes questions d'orientation générale. Plusieurs articles constatent que les études débouchent sur des résultats quelque peu ambivalents en ce qui concerne les conséquences des fusions et des acquisitions sur le bien-être[6]. Certains des résultats suggèrent que les forces concurrentielles du marché prédominent en ce sens que les ressources peuvent être réaffectées à des usages de plus grande valeur. D'autres attirent l'attention sur certaines motivations, comme la spéculation, les ressources en gestion ou la monopolisation, qui pourraient nuire aux actionnaires et à des intérêts plus larges.

Trois articles traitent explicitement des conséquences des fusions et acquisitions transfrontalières sur la politique publique. Ils démontrent que de telles opérations ont des conséquences qui vont de salutaires à peu concluantes. Les conclusions de Baldwin-Caves se situent en grande partie dans la première catégorie en ce sens que leurs mesures statistiques suggèrent que, de façon générale, les changements de contrôle influent favorablement sur la rentabilité et l'efficience. Ils considèrent que la présence d'entreprises intérieures et étrangères est désirable en raison des différentes compétences qu'elles apportent au marché des prises de contrôle. Le seul secteur qui a un bilan insatisfaisant est celui des importantes fusions d'entreprises intérieures, mais il se peut que cette situation reflète de faibles possibilités d'amélioration plutôt qu'une capacité limitée d'amélioration dans ce secteur. Baldwin et Caves soulignent que les industries appartenant en grande partie à des intérêts étrangers sont aussi très concentrées et moins assujetties aux pressions concurrentielles. Les auteurs remettent donc en question l'examen public des acquéreurs étrangers «à moins que le processus ne reconnaisse la valeur des transferts de contrôle» (p. 55).

Patry et Poitevin semblent avoir une position ambivalente sur la question du bien-être en ce sens que la variable clé qu'ils identifient, soit le comportement stratégique, peut avoir des conséquences positives ou négatives sur le bien-être. L'analyse des motifs et des outils d'intervention amène Daniels à conclure que la protection des intérêts des parties touchées par les fusions et acquisitions par le biais de mesures restreignant ces dernières est injustifiable. Il préfère que cette protection prenne la forme de programmes plus généraux d'adaptation; c'est aussi dans ce contexte qu'il envisage le rôle d'Investissement Canada.

De toute évidence, on aurait pu en dire beaucoup plus long sur les questions de politique publique si la conférence y avait été consacrée. À titre de personne qui connaît davantage les études sur les investissements

directs que celles sur les fusions et acquisitions comme telles, je vous offre quelques autres réflexions sur ce sujet.

Dans les années 80, les politiques gouvernementales ont commencé à favoriser les investissements directs étrangers. Depuis lors, on a démantelé en assoupli les agences d'examen de l'investissement étranger. Quoique certains pays imposent toujours d'importantes entraves à certains types d'investissements étrangers, les encouragements à l'investissement en général et aux investissements des multinationales en particulier ont augmenté et ont été mieux ciblés par secteur. Les entreprises ou les industries qui, à divers degrés, ne pouvaient appartenir qu'à des intérêts intérieurs se sont ouvertes, au moins en partie, aux investisseurs étrangers à la faveur d'un courant de déréglementation et de privatisation.

Certains considèrent, assez légitimement, ces changements comme une libéralisation des politiques sur les investissements étrangers. On peut aussi les considérer comme une tentative d'axer les politiques sur une approche plus ciblée et plus internationale des multinationales, afin de s'assurer que les filiales à capitaux étrangers profitent du marché international et que les multinationales à capitaux intérieurs sont encouragées[7].

À cet égard, mes commentaires portent sur deux points de politique publique. En premier lieu, on s'interroge sur la raison d'être des restrictions apportées aux acquisitions transfrontalières dans l'optique des fusions et acquisitions. Le deuxième point concerne l'orientation que doit prendre la politique publique dans le contexte des années 90.

En ce qui a trait au premier point, disons que nous sommes habitués à l'idée de restrictions imposées par les gouvernements sur les investissements directs étrangers. Tous les pays continuent de restreindre la propriété étrangère dans certains secteurs ou exercent une discrimination à l'encontre de ces entreprises une fois qu'elles sont établies; certains pays examinent toujours les entreprises à capitaux étrangers à l'entrée et les fusions ultérieures. À noter que les acquisitions transfrontalières ont toujours fait l'objet de plus de restrictions de ce genre que les investissements en installations nouvelles. Chaque agence d'examen dont j'ai fait l'expérience directe dans les pays développés a favorisé les investissements en installations nouvelles et, par principe, a examiné de plus près les acquisitions. Par exemple, Investissement Canada n'exige habituellement qu'une notification dans le cas d'investissements en installations nouvelles, mais peut soumettre les acquisitions à des examens.

La tendance à l'ouverture mentionnée ci-dessus a mis en lumière d'autres limitations notables des fusions et acquisitions. Il est plus ou moins facile d'effectuer une fusion ou une acquisition selon le pays en raison du nombre différent d'actions détenues par l'État, de la concentration privée des actions et des différentes restrictions imposées aux prises

de contrôle. Par exemple, alors que les fusions et acquisitions de petites et moyennes entreprises japonaises représentent un marché actif, voire agressif, les plus grandes compagnies sont protégées par le fait que les banques, les fournisseurs et les clients détiennent la majorité de leurs actions, ainsi que par une opposition traditionnelle (encouragée par les gouvernements) aux prises de contrôle hostiles de ces entreprises. En Allemagne et dans quelques autres pays européens aussi, les actions de certaines entreprises sont concentrées entre les mains des gouvernements et des banques. Ces situations contrastent avec celles qui existent aux États-Unis et au Royaume-Uni. Le Canada est entre les deux, ce qui fait que les offres d'achat hostiles y surviennent moins souvent qu'aux États-Unis[8]. De plus, pendant les années 80, aux États-Unis et au Canada nous avons vu de plus en plus de mesures prises par les entreprises pour rendre les prises de contrôle hostiles plus difficiles. Il est intéressant de noter que de telles mesures ont été adoptées par de nombreuses entreprises au cours des années 60 et 70 dans certains pays comme l'Allemagne, la Suisse, la Suède et la Hollande, souvent appuyées par des modifications des lois. Par exemple, une étude récente des droits des actionnaires a classé les pays sous quatre rubriques: la divulgation de renseignements sur les sociétés, les droits de vote, le droit des actionnaires de présenter des résolutions et l'avis aux actionnaires de la tenue des assemblées et de leur droit d'y participer par procuration. Il s'agit d'une liste limitée de questions, mais une liste qui aide à faire ressortir les différences entre pays. Si l'on place les États-Unis à 100 sur une échelle, le Canada se situe à 80, le Royaume-Uni et l'Australie à 73 et 65 respectivement, la France, le Japon et l'Allemagne de l'Ouest à 48, l'Italie et la Hollande à 40 et la Suisse à 18,9.

La prudence est de mise lorsqu'on veut s'attaquer à certaines de ces barrières aux fusions transfrontalières (et intérieures) et à d'autres types d'obstacles. De nos jours, on entend souvent parler des avantages possibles de l'«investisseur patient», quoique ceux qui s'attardent à la dimension bien-être considèrent peut-être que le «consommateur patient» est au moins aussi digne d'attention. Si l'on favorise une harmonisation quelconque des politiques en la matière, plusieurs importantes questions se posent au niveau international.

Une de ces questions concerne les difficultés inhérentes à l'utilisation d'une approche fondée sur la réciprocité par opposition à une autre fondée sur le traitement national. La réciprocité exigerait que les entreprises du pays A jouissent des mêmes droits d'acquisition dans le pays B que celles du pays B en ont en A; il s'agit là d'un critère beaucoup plus difficile à appliquer que l'interdiction de la discrimination basée sur la nationalité de chaque acquéreur. Une autre question plus précise concerne l'attitude à adopter face aux tentatives de prise de contrôle faites par les entreprises

d'État, étant donné la dimension anticoncurrentielle et d'autres problèmes résultant de la garantie implicite de l'État sur les prêts, de la protection contre les prises de contrôle dont jouissent ces entreprises et d'autres formes d'intervention de l'État. De nouveau, on se demande jusqu'où les États doivent aller dans l'uniformisation des droits des actionnaires mentionnés ci-dessus comme moyen de favoriser les fusions et acquisitions transfrontalières.

De telles différences entre pays dans le traitement réservé aux fusions et acquisitions ont déjà soulevé des problèmes internationaux et on peut s'attendre à ce que ces problèmes prennent plus d'importance. Par exemple, à mesure que la Communauté européenne entreprenait de réglementer des fusions plus importantes, l'harmonisation de quelques-unes de ces questions au sein de la Communauté et des mesures relatives aux fusions et acquisitions étrangères a crû en importance. La facilité des acquisitions transfrontalières de grandes entreprises a aussi été abordée lors des pourparlers sur les entraves structurelles entre les États-Unis et le Japon. Évidemment, la question ne concerne qu'en partie les acquisitions transfrontalières puisque des restrictions semblables pourraient s'appliquer à l'intérieur des pays, mais en insistant sur la réciprocité dans certains secteurs certains pays en font une question internationale potentiellement difficile.

La deuxième question de politique générale concerne la position qu'il convient de prendre sur les changements de nationalité des propriétaires. Au Canada et ailleurs, cette question a habituellement été formulée comme s'il fallait choisir entre la propriété et le contrôle par des intérêts étrangers ou intérieurs, avec des conclusions différentes concernant le bien-être selon ce qu'on pense des conséquences économiques et politiques de chaque type de propriété[10]. Si l'on croit que les entreprises à capitaux étrangers ont un rendement inférieur, dans l'ensemble ou uniquement dans quelques cas importants, un mécanisme d'examen des prises de contrôle étrangères représente une façon de s'attaquer à la question. Ce n'est évidemment pas le seul moyen. De toute façon, différents ministères et agences du gouvernement étudieront de nombreux aspects particuliers du rendement, tels que la concurrence et les conséquences écologiques. De nombreux pays parviennent aussi à examiner les prises de contrôle «sensibles» qui peuvent se présenter en ayant recours à un minimum de lois et d'organismes. Même Investissement Canada, qui assume des fonctions d'examen explicites en plus d'autres responsabilités et qui a négocié des engagements dans seulement 11 pour cent du nombre total de projets d'acquisitions qu'il a examinés, suit de près un nombre relativement restreint et défini de secteurs frappés de restrictions.

Des nombreux points qu'on pourrait soulever au sujet des questions de politique publique, deux semblent pertinents dans le contexte de la

mondialisation par l'entremise des fusions et acquisitions. Le premier souligne l'importance des investissements directs *à l'étranger* et des fusions et acquisitions transfrontalières connexes; et l'autre exige qu'on explique clairement l'incidence de la question du bien-être. Sur le premier point, il importe de noter que les investissements directs du Canada à l'étranger ont maintenant atteint les deux tiers de la valeur des investissements directs étrangers au Canada. Même en termes absolus, le Canada compte sans aucun doute parmi les dix plus importants investisseurs directs à l'étranger. On a effectué de nombreuses études détaillées sur les répercussions des investissements étrangers au Canada, mais peu sur les investissements canadiens à l'étranger. Deux des articles de ce volume, ceux de Knubley et coll. et de Mintz et Halpern, traitent dans une mesure appréciable de questions relatives aux fusions et acquisitions canadiennes à l'étranger.

Les études traitant de l'importance des préoccupations que nourrissent les pays au sujet de leurs investissements directs à l'étranger soulèvent des questions très semblables à celles que posent les investissements étrangers dans ces pays, par exemple en ce qui concerne le pays bénéficiaire en matière d'impôt ou d'emploi[11]. Ces questions concernant les conséquences pour le bien-être nous amènent au deuxième point. Le rendement des entreprises intérieures dans lesquelles les multinationales n'ont pas investi influe clairement sur le bien-être de la société et de groupes particuliers, que ce soit dans le cadre de fusions et d'acquisitions ou dans un autre cadre. On comprend difficilement pourquoi les conséquences pour le bien-être dont traitent les différentes études dans ce volume seraient moins importantes pour les actionnaires et les autres parties touchées pour la simple raison que la source de la fusion ou de l'acquisition est une entreprise intérieure plutôt qu'une multinationale canadienne ou étrangère. Parce qu'ils découlent d'une source plutôt que d'une autre, on peut difficilement ne pas tenir compte des licenciements massifs de travailleurs lorsque les emplois de rechange sont limités ou exigent un recyclage ou d'autres mesures de soutien. Si on a l'impression qu'un de ces trois types d'entreprises tend à adopter un comportement particulier, on doit sûrement pouvoir confirmer ou infirmer cette impression. Et même alors, il faut tenir compte des caractéristiques propres à chaque cas, peu importe ce que suggèrent les moyennes[12].

Dans la mesure où il y a de bons arguments en faveur d'une politique applicable à toutes les entreprises, quel qu'en soit le propriétaire, afin de s'assurer que les fusions et acquisitions aboutissent à des résultats désirables, il reste d'importantes questions à étudier. L'une concerne les coûts et les instruments appropriés de mise en oeuvre, qui pourraient bien différer selon qu'il s'agit de fusions et acquisitions transfrontalières dans un

sens ou dans l'autre plutôt que d'entreprises intérieures. On peut donner en exemple les aspects extraterritoriaux d'une politique ou, en termes courants, les exigences contradictoires des gouvernements.

On ne résout pas la question des instruments appropriés si l'on décide de se concentrer sur les conséquences des fusions et acquisitions plutôt que sur la question de la propriété en soi. Un important débat resterait ouvert entre deux groupes. Le premier favoriserait des méthodes d'action généralisées pour faire face aux effets préjudiciables provenant de différentes sources et accorderait aussi beaucoup d'importance à l'amélioration des mécanismes utilisés par le secteur privé pour anticiper ces effets et pour y réagir. L'autre groupe soutiendrait que des interventions gouvernementales précises s'imposent dans des circonstances particulières. Selon eux, on ne peut entièrement anticiper de telles circonstances, ni y parer à l'avance. Ils considèrent aussi que les méthodes d'action plus généralisées s'avéreraient excessivement coûteuses en raison des parasites et d'autres problèmes semblables. J'ai formulé la question du point de vue des effets préjudiciables, mais j'aurais pu facilement la formuler du point de vue des gains. Par exemple, les partisans du commerce et des investissements stratégiques signaleraient les possibilités de toucher des rentes oligopolistiques et d'autres gains grâce à une intervention opportune et crédible de l'État à l'appui de certains types d'entreprises à capitaux intérieurs ou d'entreprises implantées au pays qui sont actives à l'échelle mondiale. Ce n'est pas le moment de passer en revue les études sur les possibilités, pour différents types de gouvernement, de réaliser des gains au chapitre du bien-être en mettant en oeuvre des politiques stratégiques[13]. De fait, comme il a été mentionné ci-dessus, de nombreux gouvernements ont converti leurs politiques d'investissement direct à cette fin, et ils encouragent maintenant les entreprises issues de fusions ou les consortiums à accaparer les secteurs de pointe, en particulier. Même dans les cas de privatisation et de déréglementation, les gouvernements se sont habituellement assurés de garder leur droit de veto sur certains des changements de propriétaire et des changements structurels à l'aide d'actions comportant un droit de blocage ou par d'autres moyens.

Tout cela souligne une importante question de politique publique. La mondialisation accrue a soulevé des questions gênantes dans un monde où les gouvernements semblent souvent se livrer à deux comportements contradictoires: développer leurs propres multinationales grâce à différentes subventions, à des marchés locaux protégés, à la nationalisation et à d'autres mesures de ce genre tout en insistant pour avoir accès aux marchés étrangers par le biais des acquisitions d'entreprises et du commerce. Il n'est pas difficile de comprendre pourquoi d'autres pays résistent à une telle concurrence subventionnée ni pourquoi ils se préoccupent de

l'impact des entreprises nationalisées. Il n'est pas difficile non plus d'imaginer les torts que de telles politiques peuvent infliger — et ont en fait déjà infligés — au commerce extérieur et aux investissements étrangers par l'entremise d'une foule de mesures, nouvelles ou non, qui perturbent le commerce et les investissements. Habituellement, on fait face à de tels problèmes en concluant des accords internationaux comportant des restrictions réciproques. À cet égard, le Canada a souscrit une bonne assurance pour protéger son commerce et ses investissements directs en concluant l'Accord de libre-échange avec les États-Unis. La portée des méthodes à utiliser pour faire face à certains de ces problèmes dépasse de beaucoup ce marché.

## NOTES

1. Voir Nations unies, *Les sociétés transnationales dans le développement mondial: Tendances et perspectives*, New York, Nations unies, 1988, pages 54-66.
2. Michael G. Porter, *The Competitive Advantage of Nations*, New York, Free Press Macmillan, 1990.
3. John H. Dunning, «Dunning on Porter: Reshaping the Diamond of Comparative Advantage», article présenté à l'assemblée annuelle de l'Association for International Business, Toronto, octobre 1990, polycopié.
4. Richard E. Caves, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 1982, pages 81-85.
5. Pour aboutir à cette conclusion, on présume que les fusions et acquisitions sont habituellement génératrices de richesse, un point sur lequel les autres auteurs dans ce volume se montrent plus ambivalents.
6. Pour un résumé de ces études, voir le «Symposium on Takeovers» dans le *Journal of Economic Perspectives*, hiver 1988, page 21.
7. J'ai traité de ces changements plus en détail dans «Firm and Government Strategies in the Context of Economic Integration,» dans B. Burgenmeier et J.L. Mucchielli (s.l.d.), *Multinationals and Europe 1992*, Londres et New York, Routledge, 1991.
8. Plusieurs auteurs, dont Daniels dans ce volume, ont remarqué la concentration relativement forte de l'actionnariat au Canada. Les recherches de Abe Tarasofsky pour le compte du Conseil économique du Canada indiquent qu'une douzaine de grands conglomérats représentent 20 pour cent du secteur industriel canadien, ce qui constitue une augmentation par rapport aux 10 pour cent enregistrés dans les années 80, alors que ces conglomérats n'étaient plus en faveur aux États-Unis. Aussi, un pourcentage relativement élevé d'entreprises

canadiennes appartiennent à des intérêts étrangers. Souvent, la compagnie mère détient 100 pour cent des actions, ce qui rend impossibles les prises de contrôle hostiles, si ce n'est à la suite d'événements se déroulant dans le pays de la société mère.

9. Données puisées au Investor Responsibility Research Center tel que noté dans l'*Economist*, 29 avril 1989, page 76.
10. Évidemment, on institue souvent des politiques pour des raisons qui vont bien au-delà des questions de bien-être — de l'influence électorale à la conception du rôle des grandes entreprises en passant par l'interaction des groupes d'intérêt.
11. Voir, par exemple, C. Fred Bergsten, Thomas Horst et Theodore H. Moran, *American Multinationals and American Interests*, Brookings Institution, Washington, D.C., 1978 et J.E. Vahlne, «Foreign Direct Investment: A Swedish Problem», dans W.J. Goldberg (s.l.d.), *Governments and Multinationals: the Policy of Control versus Autonomy*, Cambridge (Mass.), Oelgeschlager, Gunn and Hain, 1983.
12. On a suggéré pendant la conférence que la discrimination exercée à l'encontre des entreprises à capitaux étrangers découlait du fait que le droit international ne reconnaît généralement pas le droit d'établissement, quoique certains accords limitent les pouvoirs des États à cet égard. Cela laisse simplement sans réponse la question de savoir pourquoi la nationalité, plutôt que l'incapacité d'adopter des comportements socialement désirables, incite à exercer une discrimination contre certaines entreprises.
13. Voir Safarian, *Firm and Government Strategies*, qui passe en revue les études et donne son point de vue sur cette question.

## Remerciements

Je sais gré à Leonard Waverman de plusieurs suggestions utiles.

# Les auteurs

**John Baldwin** est professeur d'économie à l'Université Queen's; il est actuellement chercheur invité à Statistique Canada et au Conseil économique du Canada. Dans le domaine de l'économie industrielle, il s'est intéressé principalement au rapport entre les courants commerciaux et la structure du marché, l'évolution du processus réglementaire et les effets de l'adaptation des entreprises sur le marché du travail.

**Richard Caves** est professeur d'économie et d'administration des affaires à l'Université Harvard.

**Ron Daniels** est professeur régulier à la Faculté de droit à l'Université de Toronto et directeur du Programme d'affaires internationales et de droit commercial. Il s'intéresse principalement au marché financier, et ses recherches ont porté sur le droit des sociétés, les institutions financières et la réglementation des valeurs mobilières, une importance particulière étant accordée à la dimension internationale.

**Paul Halpern** est professeur de finances et d'économie à la Faculté de gestion et à la Faculté de droit de l'Université de Toronto. Il a publié des études dans les domaines du financement des sociétés, des fusions et acquisitions ainsi que des investissements. Ses recherches portent actuellement non seulement sur l'effet de la fiscalité sur la restructuration des sociétés, mais aussi sur le mode de régie des entreprises, notamment les «pilules empoisonnées» et le rôle des investisseurs institutionnels, de même que sur les rachats d'entreprise par les cadres.

**Shyam Khemani** est professeur adjoint à la Faculté de commerce et d'administration des affaires de l'Université de Colombie-Britannique, où il enseigne la stratégie concurrentielle. Il a occupé divers postes au Bureau

de la politique de concurrence et publié des articles sur les groupements de sociétés, les barrières à l'entrée et les fusions.

**John Knubley** est directeur du Programme de recherche à Investissement Canada. Il était économiste au Bureau des relations fédérales-provinciales, où il s'occupait des questions de commerce, d'agriculture et d'accords fiscaux; il a également été attaché de direction et de recherche auprès du président du Conseil économique.

**William Krause** est économiste supérieur à Statistique Canada; il est détaché auprès d'Investissement Canada pour y analyser des questions d'investissement. Il a rédigé de nombreuses études sur le contrôle étranger, la concentration et les affiliations internationales dans le mode du travail.

**Jack Mintz** est professeur d'économie de l'entreprise à la Faculté de gestion de l'Université de Toronto. Il a été conseiller spécial à la Direction de la politique fiscale du ministère fédéral des Finances et a dispensé des services de conseil sur des questions fiscales à nombre d'organismes, tant au Canada qu'à l'étranger.

**Michel Patry** est professeur titulaire à l'Institut d'économie appliquée de l'École des Hautes études commerciales de Montréal.

**Michel Poitevin** est professeur régulier au Département des sciences économiques de l'Université de Montréal. Dans des articles récents, il a traité des signaux financiers, de la rémunération des dirigeants et du financement par emprunt.

**Alan Rugman** est professeur d'affaires internationales à l'Université de Toronto et directeur de recherche au Centre des affaires internationales de l'Ontario. Il a publié de nombreux articles et ouvrages sur les aspects économiques, managériaux et stratégiques des multinationales, ainsi que sur la politique publique en matière de commerce et d'investissement.

**Zulfi Sadeque** est économiste principal à Investissement Canada (Secteur de la recherche et des politiques). Il s'intéresse plus particulièrement aux fusions et acquisitions de sociétés à l'échelle internationale, ainsi qu'à l'évolution des investissements directs du Canada à l'étranger. Dans un document de travail publié récemment pour Investissement Canada, il a traité des participations minoritaires des Canadiens au capital de filiales contrôlées par l'étranger.

**A. Edward Safarian** est professeur d'économie à l'Université de Toronto et chargé de cours au Collège Trinity, au Collège Massey et à l'Institut

d'analyse de la politique publique de l'Université de Toronto. Son enseignement et ses recherches portent principalement sur la politique publique au Canada et, plus particulièrement, sur la propriété étrangère, l'intégration économique et les multinationales ainsi que diverses questions d'économie internationale intéressant la politique publique.

**Leonard Waverman** est directeur du Centre d'études internationales et professeur d'économie à l'Université de Toronto. Il publie des études et enseigne dans les domaines de l'organisation industrielle et de la politique publique, de l'économie de l'énergie et des ressources, ainsi que des services d'utilité publique et des entreprises publiques. Ses publications à paraître portent sur les mécanismes d'établissement des prix, l'accès aux services de télécommunications et la réglementation de ce secteur, ainsi que la comparaison internationale des coûts et de la productivité dans l'industrie automobile.